

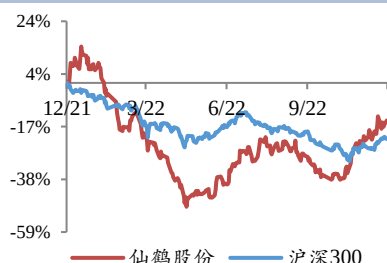
高性能纸基龙头，林浆纸一体化打开成长远景

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-12-13

收盘价（元）	33.43
近 12 个月最高/最低（元）	41.40/18.45
总股本（百万股）	706
流通股本（百万股）	706
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	236
流通市值（亿元）	236

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **仙鹤股份：特种纸龙头企业，具备产品多元化平台型生产能力。**公司是国内高性能纸基功能材料研发生产的龙头企业，产品矩阵丰富、种类多达 60 余种，在多个细分赛道中保持市占率领先。伴随产能释放与结构优化，公司业绩高增，近五年营收、净利润 CAGR 分别 22.34%、36.79%。
- **行业：格局及成长性优异，成长潜力大。**当前我国特种纸仍处于高速增长阶段，相比大宗纸而言聚焦差异化利基市场，供需结构优异。根据中国制浆造纸研究院数据，2020 年我国特种纸及纸板产量 718wt，近十年产量 CAGR 为 12.1%，远高于同期整体机制纸及纸板（同期产量 CAGR 为 1.02%）。特种纸未来仍具备较大增长潜力，短期受益于疫后消费复苏（格拉辛纸、热敏纸等）；中长期受益于 1）以纸代塑（食品包装纸等）、2）下游应用渗透率提升（医疗包装用纸等）、以及进口替代（电容器纸等）与品牌出海（装饰原纸等）。
- **公司：柔性化生产能力构筑核心壁垒，2023 年浆价下行将显著增厚利润。**1) 柔性化生产能力迅速响应下游的波动需求。公司在生产端，具备领先于行业、符合产业趋势的显著优异底层生产通用能力——平台式生产能力，即向高景气细分赛道灵活切换产能的生产能力，公司在多细分纸种市占率位居第一。2) 客户储备丰富依赖性低，单一客户渗透率提升空间大。3) 随海外浆厂新增产能释放，2023E 浆价预期下行，公司盈利中枢有望上移。2023E 弹性测算：假设阔叶浆价下降 5%~30%，若全年销量按 120 万吨计算，对应净利润范围 11.66~15.79 亿元。
- **产能释放突破瓶颈，林浆纸一体化生态打开成长远景。**基于良好的供需结构，公司产能利用率饱和，上市以来逐年加大资本开支，产业链布局延伸至上游开展林浆纸一体化建设，远期将新增 380wt 纸产能与 320wt 浆产能。若按吨纸浆耗为 1 吨计算，2024 年公司木浆自给率将达到 35%，远期木浆自给率有望突破 60%。我们预计公司 2022E-2024E 归母净利润分别为 7.61/12.20/14.15 亿元，同比分别-25.1%/+60.2%/+16.0%。对应 PE 分别 28.56X、17.82X、15.36X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格大幅上涨，市场竞争加剧，产能投放不及预期。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6017	7597	10414	11688
收入同比（%）	24.2%	26.3%	37.1%	12.2%
归属母公司净利润	1017	761	1220	1415
净利润同比（%）	41.8%	-25.1%	60.2%	16.0%
毛利率（%）	20.0%	12.2%	15.8%	16.5%
ROE（%）	15.8%	11.0%	15.0%	14.8%
每股收益（元）	1.44	1.08	1.73	2.00
P/E	28.34	28.56	17.82	15.36
P/B	4.49	3.14	2.67	2.27
EV/EBITDA	24.82	21.35	14.14	12.31

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 仙鹤股份：特种纸整体解决方案领军者	6
1.1 产能释放与结构优化推动业绩高增	8
1.2 股权集中稳定，产业链一体化布局清晰	11
2 特种纸：格局及成长性优异，成长潜力大	12
2.1 日用消费系列：供需格局优异，受益疫后消费复苏	15
2.2 食品及医疗包装：纸代塑与无菌包装渗透率提升	18
2.3 装饰原纸：出口打开成长空间	24
2.4 海外特纸龙头发展历程的借鉴意义——以奥斯龙为例	27
3 公司：多元布局+产业链延伸构筑长期竞争壁垒	30
3.1 适应多元产品矩阵的柔性化生产能力，迅速响应下游的波动需求	30
3.2 客户储备丰富依赖性低，单一客户渗透率提升空间大	33
3.3 短期：浆价预期下行，看好公司盈利中枢抬升	34
3.4 远期：产能释放突破瓶颈，浆纸一体化生态打开成长远景	35
4 盈利预测与估值	37
风险提示：	38
财务报表与盈利预测	39

图表目录

图表 1 公司主要发展历程	6
图表 2 公司产品类别与用途介绍	7
图表 3 公司在多个细分赛道实现市占率领先	7
图表 4 2013 年至今公司营收及增速	8
图表 5 公司营收伴随产能 (万吨) 释放增长	8
图表 6 2013 年至今公司分品类营收 (百万元) 情况	8
图表 7 2021 年公司产品构成	8
图表 8 2013 年至今公司归母净利润及增速	9
图表 9 公司各业务毛利率情况	9
图表 10 2013 年至今公司毛利率、净利率 (%) 情况	9
图表 11 公司主营成本构成	9
图表 12 2017 年至今公司毛利率 (%) 与浆价 (元/吨)	10
图表 13 2013-2021H1 公司期间费用情况	10
图表 14 仙鹤股份杜邦分析	11
图表 15 可比公司杜邦分析	11
图表 16 公司股权结构	11
图表 17 公司现任高管介绍	12
图表 18 特种纸产业链结构图	13
图表 19 2010-2020 年我国特种纸产量及增速	13
图表 20 特种纸与机制纸及纸板产量增速对比	13
图表 21 特种纸与大宗纸的对比	14
图表 22 特种纸相比大宗纸供需结构更优, 产能利用率饱和	14
图表 23 2019 年我国特种纸各细分品类产量占比	15
图表 24 几类主要的特种纸用途介绍	15
图表 25 2015-2020 年国内格拉辛纸产量及增速	16
图表 26 2018 年全球各地区标签销售量占比	16
图表 27 国内标签印刷市场产值与增速	16
图表 28 2015-2020 年国内快递业务量及增速	17
图表 29 2021 年国内格拉辛纸市场竞争格局	17
图表 30 热转印纸的生产及应用	18
图表 31 2016-2020 年规模以上服装企业产量 (亿件)	18
图表 32 各户外广告渠道刊例花费均呈现正增长态势	18
图表 33 2011-2019 年我国食品包装特种纸产量	19
图表 34 食品卡行业竞争格局	19
图表 35 当前各企业食品卡产能	19
图表 36 食品白卡替代外卖外包装的需求测算	20
图表 37 2016-2023 年中国新式茶饮行业市场规模	20
图表 38 我国咖啡及咖啡店市场规模 (亿元)	20
图表 39 新式茶饮纸杯包装市场测算	21

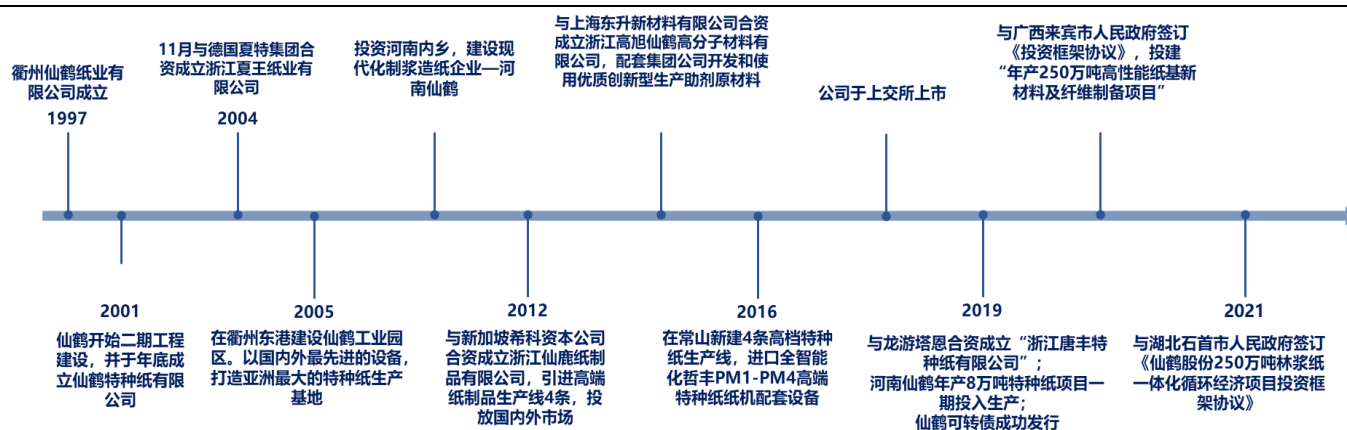
图表 40 国内无菌包装生产企业市场份额	22
图表 41 2019 年我国人均乳制品消费量仅为 41KG	22
图表 42 2013-2020 年我国医疗包装原纸产量及增速	22
图表 43 2015-2020 年医疗包装原纸产量构成 (万吨)	22
图表 44 最终灭菌医疗器械灭菌过程示例	23
图表 45 最终灭菌与传统灭菌方式差异对比	23
图表 46 2016-2024E 全球医疗器械市场规模 (亿美元)	23
图表 47 2016-2021E 中国医疗器械市场规模 (亿元)	23
图表 48 纸塑复合包装的医用口罩	24
图表 49 纸塑复合包装抗原检测拭子	24
图表 50 国内人造板面层装饰原纸销量 (万吨)	24
图表 51 国内装饰原纸市场规模 (亿元)	24
图表 52 2021 年行业 CR3 约为 72%	25
图表 53 2021 年装饰原纸企业产能 (万吨)	25
图表 54 我国装饰原纸 2003-2021 年进出口量	25
图表 55 2003-2021 年我国装饰原纸进出口均价	25
图表 56 我国装饰原纸 2021 年主要出口国	26
图表 57 我国装饰原纸 2021 年主要进口国	26
图表 58 印度人均 GDP (美元)	26
图表 59 印度建筑业 GDP	26
图表 60 明士克装饰原纸业务营收	27
图表 61 明士克装饰原纸业务 EBITDA	27
图表 62 奥斯龙明士克公司发展历程	28
图表 63 合并后公司营收及增速	28
图表 64 合并后公司净利润及增速	28
图表 65 公司产品矩阵	29
图表 66 公司 2021 年各纸种营收占比	29
图表 67 2020 年公司各地区营收占比	29
图表 68 公司原材料纤维使用构成	30
图表 69 奥斯龙-明士克生产的玻璃纤维网背纸	30
图表 70 国内规模特种纸企业涉及的细分赛道情况	30
图表 71 各公司单条产线产能情况	31
图表 72 各公司 2015 年至今毛利率 (%) 及方差	31
图表 73 各公司 2015 年至今毛利率情况	31
图表 74 2016 年至今公司研发投入及增速	32
图表 75 各公司研发费用情况 (万元)	32
图表 76 2016 年至今公司人均创收	32
图表 77 2016 年至今公司人均创利	32
图表 78 2016 年至今公司前五大客户营收及占比	33
图表 79 各公司前五大客户占比	33
图表 80 公司部分合作客户	33
图表 81 浆价当前已达近五年峰值	34
图表 82 22-25 年全球针、阔叶浆拟新增产能及时点	34
图表 83 公司 22 年前三季度吨毛利、吨净利测算	34

图表 84 浆价下跌对应盈利能力弹性测算.....	35
图表 85 公司历年产能、产量（万吨）与产能利用率.....	35
图表 86 2016 年至今各公司资本开支情况（亿元）.....	36
图表 87 公司 2022-2024E 规划产能.....	36
图表 88 公司广西、湖北、山东林浆纸一体化规划及木浆自给率计算.....	36
图表 89 公司分产品营收预测（百万元）.....	37
图表 90 公司上市以来 PE-TTM	38
图表 91 公司上市以来市值	38
图表 92 可比公司一致预期对应 PE	38

1 仙鹤股份：特种纸整体解决方案领军者

公司是国内高性能纸基功能材料研发生产的龙头企业，公司以纸基功能材料的研发制造为核心，积极推动新材料、新能源等多元化产业的发展。公司于1997年成立，最初以烟草行业用纸的研发生产起步，并不断扩充产品种类。2004年公司与德国夏特集团合资成立夏王纸业，引进国外先进设备专业生产高档装饰原纸；2007年公司开始将产业链拓宽至上游的木浆、特种浆开发和生产。2018年上市后公司进入产能扩张周期，募投项目及可转债项目近年来陆续投产。2020年起公司着手布局广西、湖北基地的林浆纸一体化项目，产能布局延伸至上游，为长远发展奠定基石。

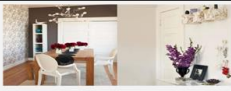
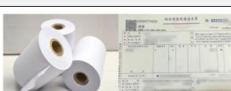
图表 1 公司主要发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司规模领先，产品矩阵丰富，多项产品在细分行业具备龙头地位。规模上看，公司是国内最大的专业研发和生产高性能纸基功能材料的企业之一。截至2022年6月末，公司及合营、控股子公司合计产能超110万吨。此外，公司产品矩阵丰富，品类高达60余种，包括：1) 食品与医疗包装材料系列；2) 烟草行业配套系列；3) 家居装饰材料系列；4) 商务交流及出版印刷材料系列；5) 电气及工业用纸系列；6) 日用消费系列等。截至2022年6月底，公司现有特种纸机生产线51条，制浆生产线1条，涂布、超压线20多条，并拥有林地、化工、制浆、能源、物流、原纸及纸制品等全产业链生产产能，产业宽度和产业深度布局相对完善。

图表 2 公司产品类别与用途介绍

分类	细分纸种	用途	图例
烟草行业用纸	烟用内衬原纸、烟用接装纸原纸、滤嘴棒成型纸、烟用封签用纸等。	用于香烟内衬包装、过滤嘴接装及成型等。具有复合后金属光泽逼真、卷接效果好、不易发黄、印刷清晰等特点。	
家居装饰用纸	装饰原纸、壁纸原纸	用于人造板基材的覆压、贴面以及建筑内墙的贴面。具有良好的遮盖性、印刷性且耐晒、耐磨等特点，其生产的高端装饰原纸质量已非常优秀，完全可替代同类进口产品。	
商务交流及防伪用纸	热敏纸、无碳复写纸、彩色双胶纸、水印防伪纸等	用于商务办公、日常交流、防伪验证等，广泛应用于物流、税务、金融、商业、餐饮、医疗等多个领域	
食品与医疗包装用纸	包装原纸、防油原纸、液体包装原纸、透析纸、皱纹纸等	休闲食品、快消品、餐饮以及医用耗材的包装，具有高卫生标准、防水、防油、耐高温、高强度的特点	
标签离型用纸	镀铝原纸、格拉辛纸、离型原纸	用于酒标、食品标签和物流标签等，具有光泽度高、尺寸稳定性好、伸缩率小、水卷曲性好、抗油性好等技术特点	
电气及工业用纸	电解电容器用纸、不锈钢衬纸、玻璃间隔纸、CTP 版衬纸等	用于电气绝缘、工业品隔离等，具有电导率低、洁净度高等特点。	
热转印用纸	转移印花纸、热转移原纸、数码喷绘热转印纸等	用于在服装、瓷器、金属等表面制作图案，具有印刷清晰、图案清晰、转移效果高等特点	
低定量出版印刷用纸	圣经纸、字典纸	用于圣经、字典等工具书的印刷，具有匀整性高、透光度低、厚度一致性好、色差小、印刷性好、耐折等特点	
其他	特种浆：龙须草浆、杨木浆、麦草浆、稻草浆等	纸浆质量和用途根据原料类别和制浆方法不同，可用于抄制高级书写纸、印刷用纸、工业技术用纸等	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司在多个细分赛道实现市占率领先。公司规模效应和多元化的战略奠定市场地位，多项产品也在国内细分行业中具备龙头地位，其中低定量出版印刷用纸市占率达到 90%，为商务印及多家国际知名圣经出版社指定用纸；公司热敏纸市占率接近 25%，家居装饰用纸及日用消费系列用纸市占率均超 20%。

图表 3 公司在多个细分赛道实现市占率领先

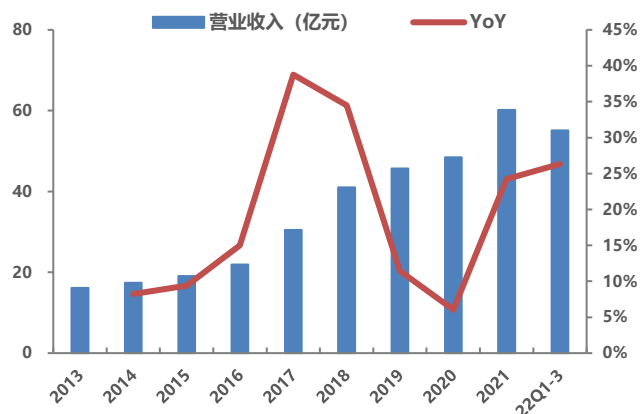
细分行业	纸种	公司市占率/地位
烟草行业用纸	烟用接装纸原纸、烟用内衬原纸、滤嘴棒成型纸	市占率接近 45% ；处于行业重要地位
商务交流用纸	热敏纸	市占率接近 25%
低定量出版印刷用纸	圣经纸、字典纸	市占率达 90% ，为商务印及多家国际知名圣经出版社指定用纸
家居装饰用纸	素色底材和印刷底材	市占率超 20% ，在中高端市场具有强大影响力
日用消费系列	格拉辛纸	市占率约 20%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.1 产能释放与结构优化推动业绩高增

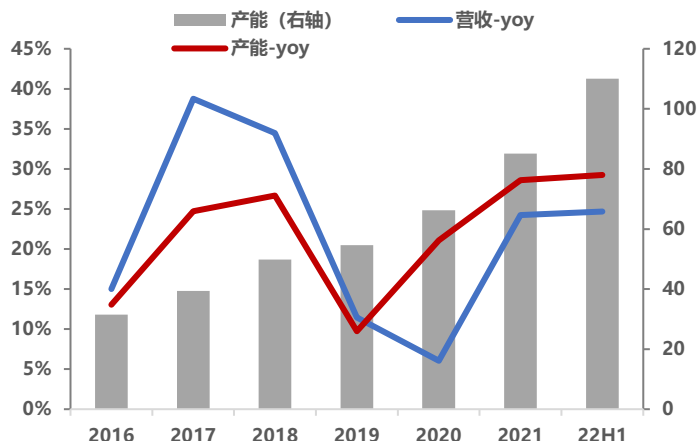
产能释放推动营收增长，近5年收入CAGR达到22.34%。公司产能规模逐年攀升，得益于较好的供需结构，公司营收增长稳健。2016-2021年公司营收CAGR为22.34%。其中2019-2020年公司营收增速下滑主因部分品类采取降价换市场份额策略，以及疫情扰动所致。2021年随可转债项目陆续落地，公司营收突破60亿元，增速达24.2%。2022年前三季度公司实现营业收入55.1亿元，同比增长26.3%。

图表4 2013年至今公司营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

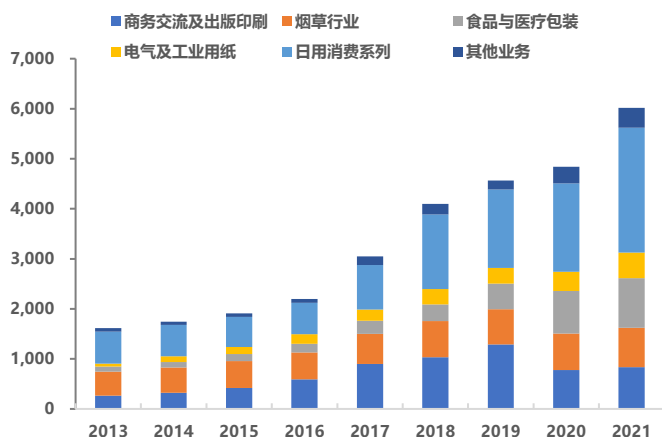
图表5 公司营收伴随产能（万吨）释放增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

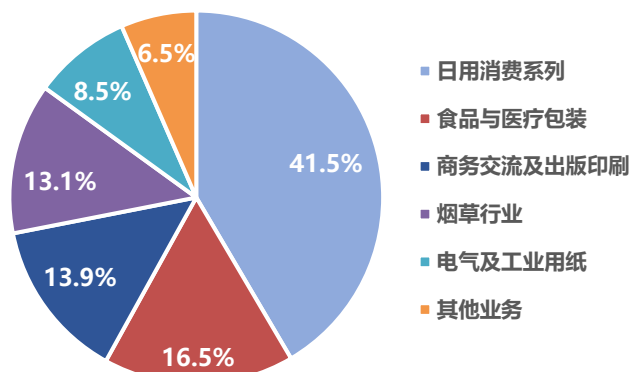
分业务看，日用消费、食品与医疗包装、商务交流与出版印刷为公司营收主要构成。公司2021年日用消费系列、食品与医疗包装、商务交流与出版印刷营收占比分别为41.5%/16.5%/13.9%，合计占比超70%。近年来，公司日用消费系列、食品与医疗包装业务占比不断提升，合计占比由2016年的36.5%提升至2021年的58%。

图表6 2013年至今公司分品类营收（百万元）情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表7 2021年公司产品构成

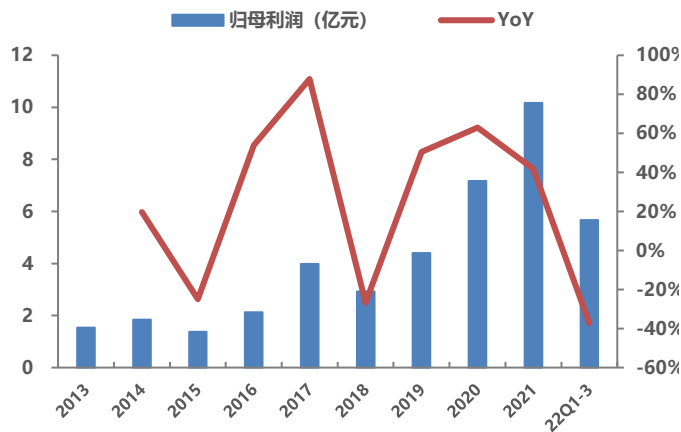


资料来源：公司公告，华安证券研究所

产品结构持续优化，近五年净利润复合增速大于收入。公司2016-2021年净利润CAGR高达36.79%，利润端增速高于收入端，主因公司产品结构持续优化，不断提升高毛利产品占比：公司占比较高的食品及医疗包装业务毛利率由2018年的

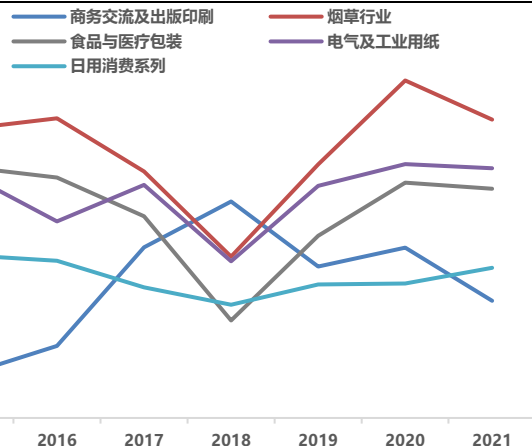
12.9%提升至 2021 年的 29.2%，同时毛利率逐年下行的商务交流及印刷业务营收占比也在减少。2022 年前三季度受原材料木浆价格高位影响，公司净利润 5.67 亿元，同比-37.22%。

图表 8 2013 年至今公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

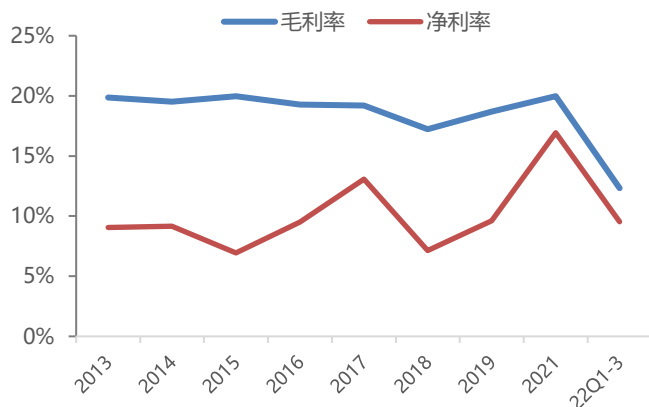
图表 9 公司各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

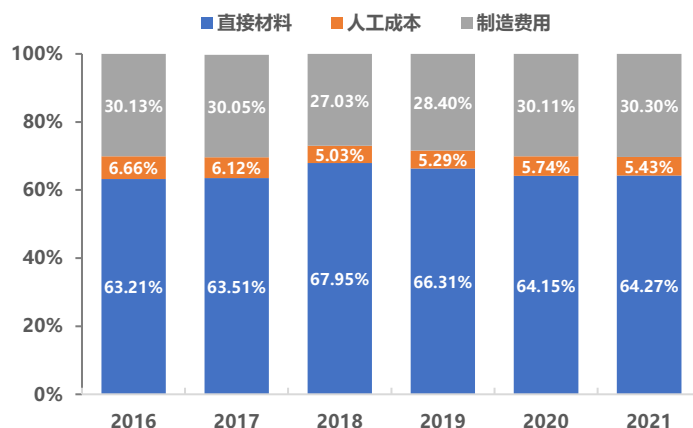
木浆及能源成本是影响盈利能力的主要因素，其中毛利率与浆价变动存在 1-2 季度滞后。从公司成本构成来看，直接材料与制造费用占比较大，2016-2021 年直接材料与制造费用占比的平均值分别为 64.9%和 29.34%。其中直接材料中木浆占比约为 70%-80%，浆价波动对公司盈利有较大影响。复盘 2017 年至今公司毛利率与浆价波动，考虑原材料储备，公司毛利率相对浆价波动存在 1-2 个季度滞后。

图表 10 2013 年至今公司毛利率、净利率 (%) 情况



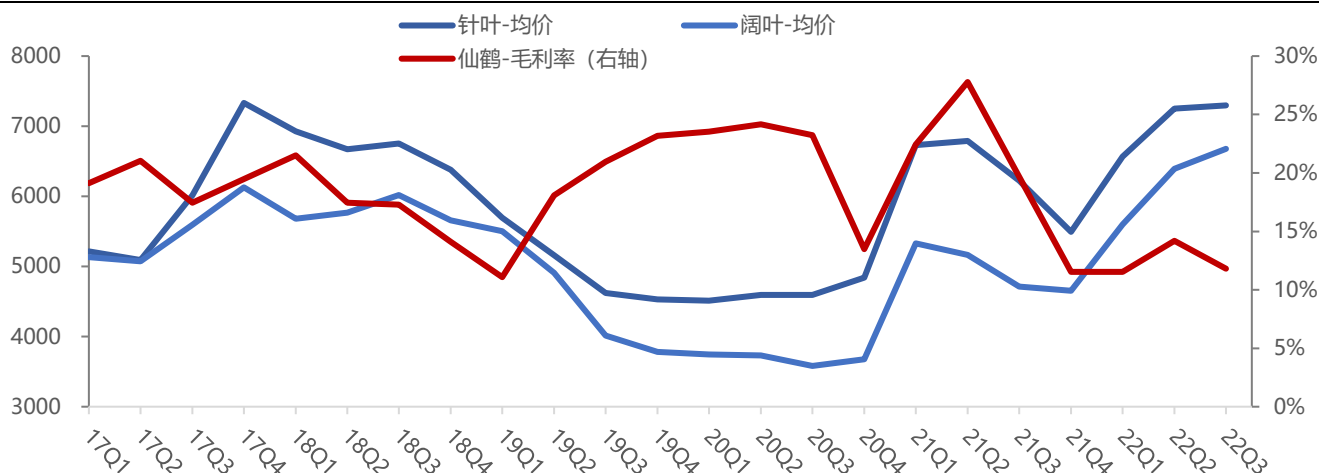
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 公司主营成本构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

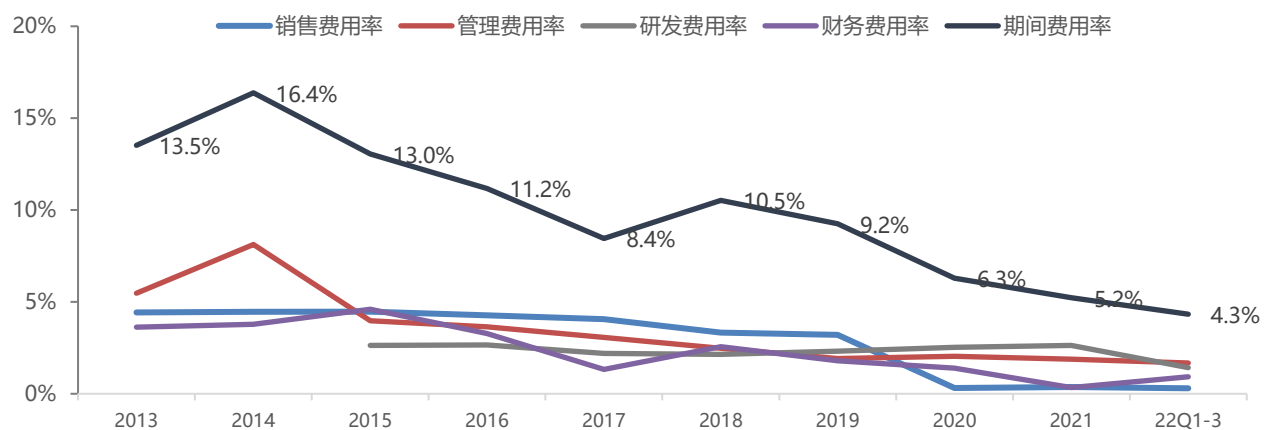
图表 12 2017 年至今公司毛利率 (%) 与浆价 (元/吨)



资料来源：公司公告，卓创资讯，华安证券研究所

公司期间费用率逐年下降，由 2013 年的 13.5% 降为 2021 年的 5.2%。2022 年前三季度期间费用率为 4.3%。其中，销售费用率主因公司成熟的直销模式常年保持较低水平；管理费用率的下降主要是由于折旧摊销、办公费等具有固定费用性质，随着公司营收规模不断扩张而逐年摊薄。公司持续节能降耗，并积极打造数字化运营管理体系，全面提高运营效率，推动净利率的稳步提升。

图表 13 2013-2021H1 公司期间费用情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司 ROE 水平位于行业上游，ROE 提升主因盈利能力改善。公司 2017-2021 年 ROE 平均值为 14.88%，处于行业上游水平，得益于盈利能力的不断改善。可比公司 ROE 结果分化主因生产模式、产品结构存在差异：公司多元化布局产品，产品矩阵丰富，使得总资产周转率低于行业平均水平。

图表 14 仙鹤股份杜邦分析

仙鹤股份	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
2017	18.58%	13.07%	0.72	1.98
2018	10.48%	7.14%	0.79	1.86
2019	12.45%	9.62%	0.71	1.83
2020	15.62%	14.85%	0.63	1.67
2021	17.27%	16.93%	0.63	1.61
22Q1-3	8.62%	10.36%	0.45	1.85

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 可比公司杜邦分析

2021	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
仙鹤股份	17.27%	16.93%	0.63	1.61
五洲特纸	20.52%	10.57%	0.93	2.09
华旺科技	18.82%	15.17%	0.79	1.56
冠豪高新	3.55%	5.36%	1.13	1.68
22Q1-3	ROE	净利率	总资产周转率	权益乘数
仙鹤股份	8.62%	10.36%	0.45	1.85
五洲特纸	10.33%	4.92%	0.84	2.51
华旺科技	10.92%	13.23%	0.52	1.58
冠豪高新	4.96%	5.71%	0.62	1.87

资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 股权集中稳定，产业链一体化布局清晰

公司实控人为王氏家族，合计持股 **76.49%**。公司实际控制人为王氏家族，其中王敏文、王敏良、王敏强、王明龙、王敏岚通过分别持有仙鹤控股集团 32%、30%、20.9%、10%、7.1% 的股份来间接持有仙鹤股份 76.49% 的股权。

产业链一体化布局日趋完善。公司共有 17 家子公司，其中 12 家为全资子公司。子公司及其孙公司业务不仅涵盖特种纸产业链中的林地、特种浆、纸基生产销售等环节，还包括新能源、化工、环保处理、物流等外延领域。公司发展始终坚持多元化的战略，积极推进产业链一体化布局，从而更好抓住市场机遇并快速响应。

图表 16 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

管理团队常年保持稳定，核心高管行业经验丰富。实控人王氏家族同时拥有管理经营实权，公司管理层常年保持稳定，多名核心高管的任期自公司成立初期至今，

且深耕造纸/特种纸行业多年，其余高管同样具备多年实业经验，从业经验丰富。

图表 17 公司现任高管介绍

高管姓名	职位	主要履历
王敏良	董事长、总经理	历任安吉老石坎造纸厂,孝丰造纸厂技术科科长、车间主任,义乌复合原纸厂厂长,现任公司董事长兼总经理,夏王纸业总经理,仙鹤控股公司董事
王敏强	副董事长	历任浙江省地质调查院团委书记,总务科副科长,义乌市复合原纸厂副厂长,现任公司副董事长,河南仙鹤董事长,总经理,仙鹤控股公司董事
王敏岚	董事、常务副总、财务总监	历任广州市中外合资穗屏集团公司总经理助理,浙江金瑞泓科技股份有限公司监事,现任公司财务总监,董事
王明龙	董事	历任衢州仙鹤纸业有限公司副总经理,浙江仙鹤特种纸有限公司副总经理,现任公司董事,浙江仙鹤控股公司董事,副总经理
戴贤中	副总	历任安徽造纸厂生产技术部部长,现任公司副总经理,总工程师
李志敏	副总	历任天津海洋石油职员,东阳市针机厂职员,仙鹤特纸销售部部长,现任公司副总经理,销售部部长
骆志荣	副总	历任安吉老石坎造纸厂班长,工段长,浙江仙鹤特种纸有限公司车间主任,厂长技术科科长,工程办主任,现任浙江夏王纸业有限公司副总经理
史君齐	副总	历任仙鹤股份有限公司分厂厂长,生产总监,总经理助理,浙江哲丰新材料有限公司副总经理,现任浙江哲丰新材料有限公司常务副总经理
王昱哲	副总、董秘	历任德国夏特装饰纸市场研究员,仙鹤特纸销售部业务经理,现任公司董事会秘书
张家明	副总	历任湖北宣城大雁工业公司总工程师,浙江仙鹤特种纸有限公司投资发展部部长,现任河南仙鹤特种浆纸有限公司常务副总经理
张诚	总工程师	历任安徽省广德县造纸厂副厂长,安徽省皖南造纸厂分厂厂长,浙江仙鹤特种纸有限公司总经理助理,浙江哲丰新材料有限公司副总经理,现任仙鹤股份有限公司投资发展部部长,浙江邦成化工有限公司董事

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 特种纸：格局及成长性优异，成长潜力大

特种纸产业链上游主要为木浆，下游应用细分且广泛。上游为纸浆、化工原料等，木浆的供给和品质是影响特种纸行业生产成本和产品质量至关重要的因素之一；中游制造环节，基于下游应用细分且对品质要求较高，设备多为进口或自研小型纸机，具备定制化及专业化特点。根据用途又可分为食品包装纸、格拉辛纸等多种纸种；下游主要为与人们衣食住行等相关的诸多第二产业及第三产业，需求主要受居民消费水平、国家产业政策等因素影响。同时，特纸行业本身根据下游需求而持续迭代创新，产品功能种类不断丰富，应用领域更广泛，也进一步激发下游行业需求。

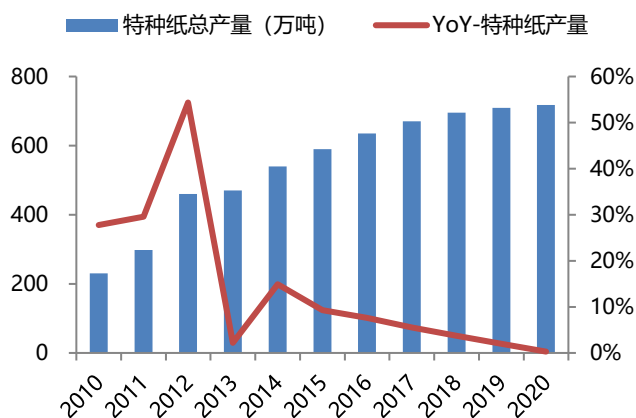
图表 18 特种纸产业链结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

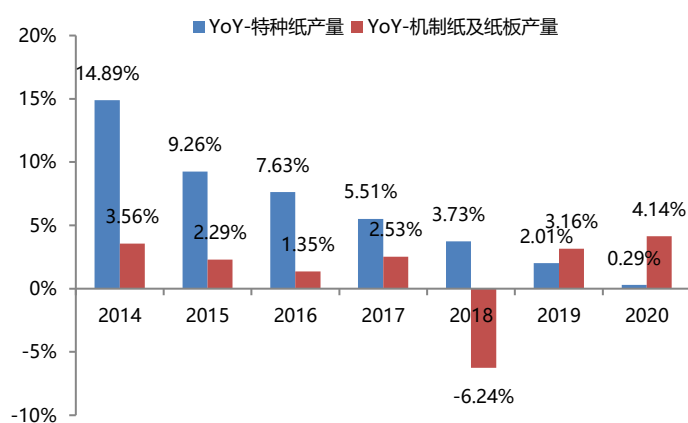
特种纸行业规模增速大于造纸行业整体，10 年 CAGR 达 12.1%。我国特种纸行业起步较晚，但较依托高潜力市场前景、制造能力升级以及成本优势，行业规模持续扩张。根据中国制浆造纸研究院，2020 年我国特种纸及纸板生产量 718 万吨，同比增长 0.29%；2010-2020 年产量 CAGR 为 12.1%，同期整体机制纸及纸板产量 CAGR 为 1.02%（19 年后机制纸产量增长主因包装纸类产能释放过快），特种纸的产量增速快于纸及纸板，行业的增长潜力较大。

图表 19 2010-2020 年我国特种纸产量及增速



资料来源：中国制浆造纸研究院，华安证券研究所

图表 20 特种纸与机制纸及纸板产量增速对比



资料来源：中国制浆造纸研究院，国家统计局，华安证券研究所

相比大宗纸，特种纸赛道格局及成长性更优。从体量规模角度来看，当前特种纸企业处于成长期，规模普遍小于大宗纸企业。我国整体造纸产业历经几十年发展已步入成熟期，供需关系趋向平衡，大宗纸企业凭借规模优势、管理优势、一体化产业链布局逐步强化市场议价能力。而特种纸企业在相对市场规模较小，但成长性强的利基市场持续积累优势，依然处于高速成长阶段。相对于大宗纸，特种纸具备

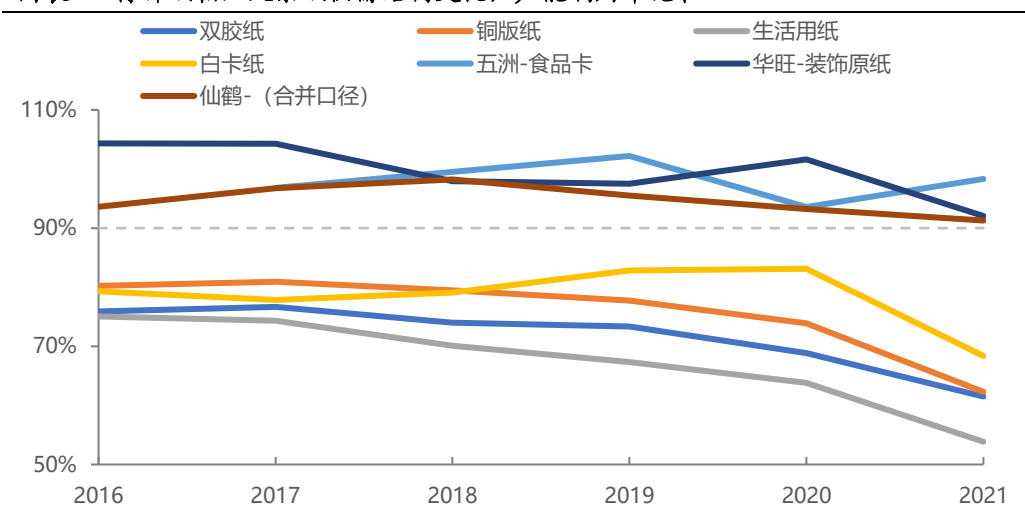
以下几个较为明显的区别：（1）独特技术和专门制造，对生产设备要求高，产品以销定产，技术难度大，资金投入多，附加值比较高；（2）用途的针对性较强，与普通纸相比市场容量偏小；（3）各类特种纸有独特的性能，客户高度细分专业；（4）不同于通过贸易商，大多以直销模式为主。

图表 21 特种纸与大宗纸的对比

	特种纸	大宗纸
用途与市场容量	单一纸种用途较专一，市场容量偏小	广泛用于印刷、包装领域，市场容量较大
客户/下游类型与特征	多为工厂用户等大客户 特点：一般为终端客户，自身利润空间较大， 价格敏感度低	多为经销商或印刷厂、包装厂等客户 特点：自身利润空间较小，处于产业链中游环节， 价格敏感型客户
订单要求	根据不同客户需求进行 定制化生产，多规格小批量	根据市场/行业主流规格进行 大批量生产 ，较少有针对单一客户的定制化生产
原材料	木浆为主，除造纸必须的添加剂外，还需要根据用途不同添加或删减特殊化工辅料，如装饰原纸需要添加钛白粉、食品卡禁止添加荧光剂等	木浆为主，以及造纸所必须的添加剂
纸机	一般以进口设备或自研设备为主， 对企业技改能力要求较高 。 单条纸机 产能较小 ，目前基本不超过50万吨	有现成纸机且无需过多技改与调试 单条纸机产能最高可超过100万吨
交付及售后	交付环节针对大客户有 信用期政策 ；客户需要售后服务，销售以 直销 形式为主。	一般为款到发货，售后服务较少，销售以 经销 形式为主
纸价决定因素	原料价格、市场供需、 与客户定期议价	原料价格、市场供需

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

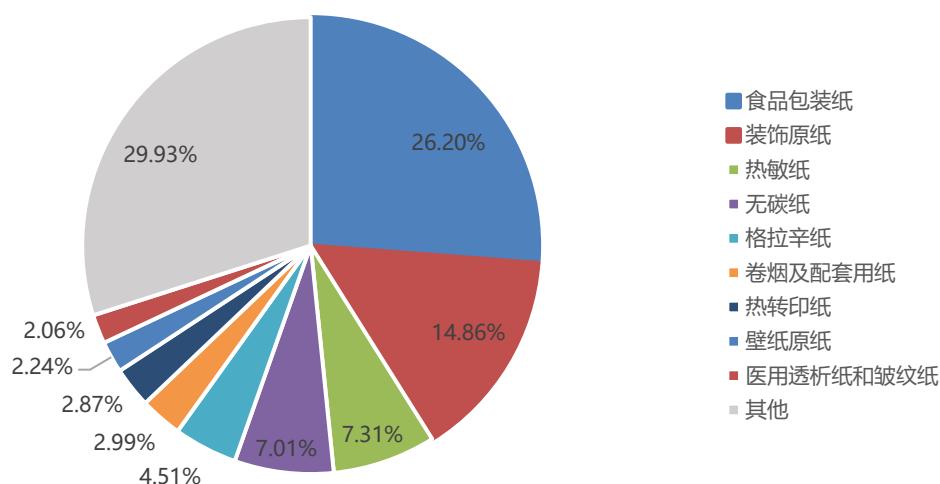
图表 22 特种纸相比大宗纸供需结构更优，产能利用率饱和



资料来源：各公司公告，卓创资讯，华安证券研究所

食品包装纸、装饰原纸、热敏纸是前三大品类。特种纸可根据应用领域细分为：食品包装纸及医疗包装纸等特种包装用纸，装饰原纸及壁纸原纸等建筑用纸，无碳纸及热敏纸等商务交流用纸，格拉辛纸等标签用纸，热转印纸等印刷用纸，卷烟纸及卷烟配套用纸等烟草用纸。2019 年我国食品包装纸、装饰原纸、热敏纸及无碳纸产量合计特种纸产量的比为 55.38%，为我国特种纸的主要品类。

图表 23 2019 年我国特种纸各细分品类产量占比



资料来源：恒达新材招股说明书，华安证券研究所

图表 24 几类主要的特种纸用途介绍

纸种	主要分类	用途	图例	代表公司
食品包装纸	容器类	采用食品级卡纸制成，多用于食品或液体的外包装，如淋膜纸杯、涂蜡纸杯、纸杯餐具、纸浆模塑餐具、纸盒等。		五洲特纸
	非容器类	非容器类食品包装纸较薄，添加不同涂层后具备防油、防水、耐高温等效果，如烘焙纸、吸油纸、滤纸等		恒达新材 仙鹤股份
装饰原纸	素色装饰原纸	用于制作中密度纤维板、刨花板等多种人造板的饰面层纸		华旺科技 齐峰新材 夏王纸业
	可印刷装饰原纸	用于制作板式家具、强化木地板的压贴饰面，可根据个性化需求印刷各种木纹或图案		
热敏纸		在原纸表面涂布一层无色微粒粉末，在受热条件下粉末混合起显色反应。主要用途为传真纸、商标、收银小票等		仙鹤股份
无碳纸		纸张表面附有可用于复写的无碳显色剂，产生于蓝色复写纸相同的效果并且不会沾污手指衣物，一般用于高档办公用纸，如增值税发票或快递面单		冠豪高新
格拉辛纸		底纸质地致密均匀，耐高温防潮防油，有很好的内部强度和透光度，是制作条形码标签、不干胶、胶带或有粘性工业品的常用材料		五洲特纸 仙鹤股份 江河纸业
卷烟及配套用纸		专为烟草生产服务的配套用纸，如卷烟纸、滤棒成形纸、接装纸及内衬纸原纸		仙鹤股份 民丰特纸
热转印纸		原纸涂布耐热基材薄膜，配合专用转印设备以烫印方式转印到产品表面，如陶瓷制品、衣物、金属表面等		仙鹤股份 五洲特纸
医用透析纸和皱纹纸		原纸表面涂布热封涂层，具备良好阻菌性、热封性、透气性和剥离效果，用来包装纱布、无纺布手术衣、导管、注射器等医用器械产品		恒达新材

资料来源：百度百科，各公司公告，仙鹤股份公司官网，华安证券研究所

我们选取公司涉及的主要细分赛道进行介绍：

2.1 日用消费系列：供需格局优异，受益疫后消费复苏

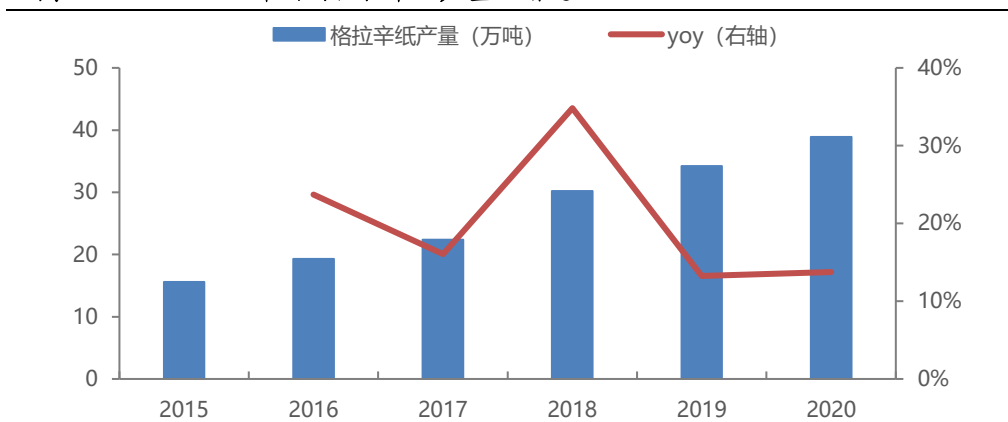
（1）格拉辛纸：下游应用广泛，需求随物流及标签行业发展不断提升。

格拉辛纸一般用于食品、饮料、医药、日化品、电子等行业包装产品的高速自动贴标，是特殊胶带、双面胶带基材商标、激光防伪标等的常用材料。格拉辛纸经涂布后可制成格拉辛离型纸，相比普通离型纸而言耐用性与附加值更高。

2020 年我国格拉辛纸产量近 40 万吨，同比增长 13.7%。格拉辛纸作为标签离型纸的主流产品，市场需求伴随标签印刷业及下游各行业的不断发展而快速发展。

根据华经产业研究院的数据, 2020 年我国格拉辛纸产量达到了 38.9 万吨, 同比增长 13.7%。2015 年至 2020 年格拉辛纸产量的 CAGR 达到 20.1%。

图表 25 2015-2020 年国内格拉辛纸产量及增速

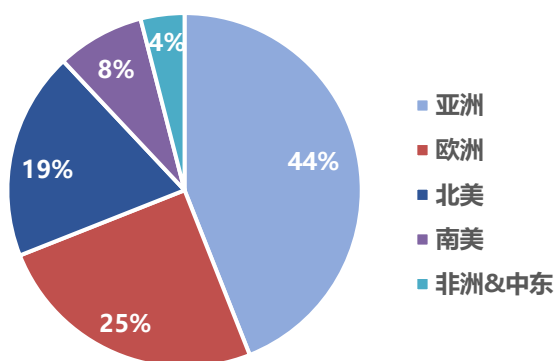


资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

格拉辛纸下游应用广泛, 作为主流标签离型用纸产品, 随着商品标签行业与快递物流行业的快速发展, 未来仍具备较大市场空间, 具体来看:

1) 商品标签市场需求良好, 为格拉辛纸提供较大的市场空间。根据 Smithers Pira, 2017 年全球标签市场规模 344.6 亿美元, 预计 17-22 年 CAGR 为 2.8%, 到 2022 年标签市场规模将达到 395 亿美元。此外, 根据 Alexander Watson Associates 的数据, 2018 年亚洲地区标签销售量占全球标签销售量的 44%, 是全球标签需求量最大的市场。我国标签产业虽然起步较晚, 但行业产值增长率一直保持较高水平, 是全球标签增速最快的市场之一。根据中国印刷及设备器材工业协会标签印刷分会的数据, 2013 年至 2018 年, 我国标签印刷工业总产值由 300 亿元增长至 468.7 亿元, CAGR 为 9.33%, 预计 2021 年行业总产值有望达到 570.8 亿元。

图表 26 2018 年全球各地区标签销售量占比



资料来源: Alexander Watson Associates, 华安证券研究所

图表 27 国内标签印刷市场产值与增速

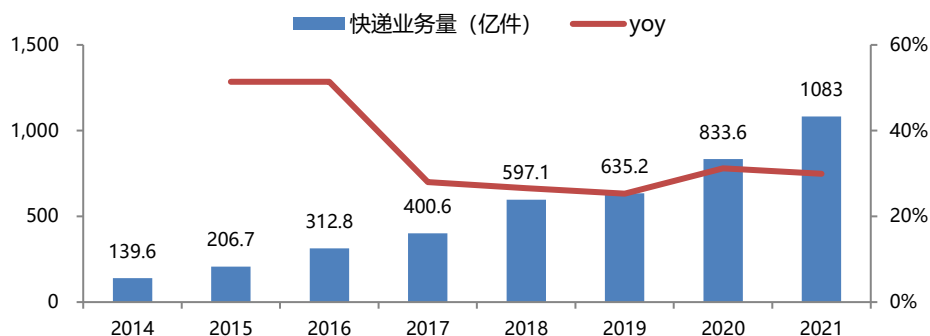


资料来源: Alexander Watson Associates, 中商产业研究院, 华安证券研究所

2) 物流业的迅速发展、替代传统无碳纸推动格拉辛纸需求增长。当前我国快递电子运单主要由热敏纸与格拉辛离型纸复合而成, 物流行业的蓬勃发展带动格拉辛纸需求提升。根据邮政部数据, 2021 年我国快递业务量突破千亿件, 达到 1083 亿

件,较2020年增加了249亿件,同比增长29.92%。且相比过去的无碳纸运单,新款格拉辛离型纸标签具备出单效率高、方便物流监控等特点,在物流运输领域的占比不断提升,根据久恒条码的招股说明书,2014年至2019年10月,电子面单(新款离型纸标签)使用量占快递面单比例从5%左右提升至97%左右,目前基本实现全覆盖。

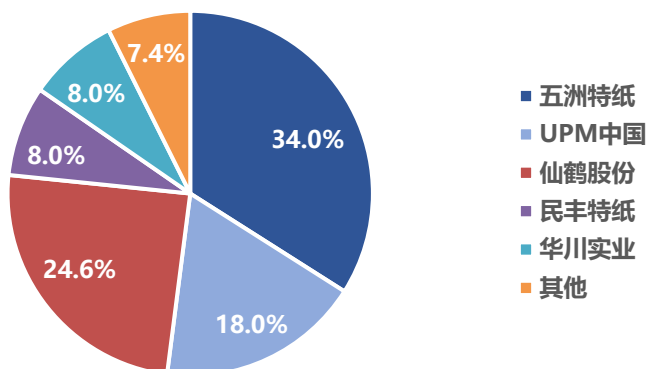
图表 28 2015-2020 年国内快递业务量及增速



资料来源: 邮政部, 华安证券研究所

我国格拉辛纸市场集中度较高,CR3 占比超 75%。当前我国标签离型用纸生产企业主要集中在沿海一带,主要有浙江、江苏、福建、广东等地区,区域分布不均。其中格拉辛离型纸在我国发展起步较晚,2000 年起逐步实现国产化,随着先进技术的引进与研发创新的投入,近年来我国格拉辛纸产能显著提升,2021 年我国格拉辛纸产能约 60 万吨。主要生产厂家按照产能大小排序主要有五洲特纸(21 万吨),仙鹤股份(15 万吨)、UPM 中国(约 11 万吨),CR3 市占率达到 76.6%。

图表 29 2021 年国内格拉辛纸市场竞争格局



资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

(2) 热转印纸: 替代高能耗高污染的传统印染工艺的需求正在快速增长。热升华转印纸主要用于纺服、陶瓷、户外广告的印刷,色彩牢固且适印性强。热升华转印纸在我国起步较晚,近年来产量增长稳健,2018 年我国热转印纸产量为 19.2 万吨,其中转印印花纸约占 60%,数码喷绘纸约占 25%,热转移纸约占 15%。

图表 30 热转印纸的生产及应用



资料来源：公司公告，华安证券研究所

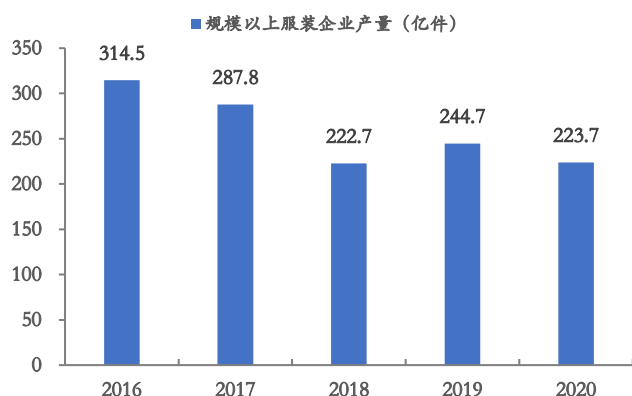
热升华转印原纸有着良好的市场前景，需求量正迅速扩大，得益于：

1) 我国服装行业规模巨大，在消费升级与个性化审美潮流推动下，多样化印花及追求设计感的需求不断扩大。根据 Euromonitor 数据，我国 2019 年服装市场规模为 2.2 万亿元，2021 年预计市场规模将达到 2.4 万亿元。根据工信部统计，2020 年我国规模以上服装企业产量合计达到 223.7 亿件，服装行业产量近年来虽出现回落，但整体仍保持较大的行业规模。消费者在消费水平、审美意识不断提升的趋势下，对服装品质、设计感有了更高的要求，热升华转印纸在高温、高压作用下渗透至承印物上，冷却后形成色彩鲜艳的图案，附着力强印刷效果突出。

2) 环保政策对传统印染的限制严格，叠加高速打印机的普及和成本下降，数码印刷工艺得到不断推广应用，热升华转印纸具有设备投资少、无印染废水污染、节约能源的特点。

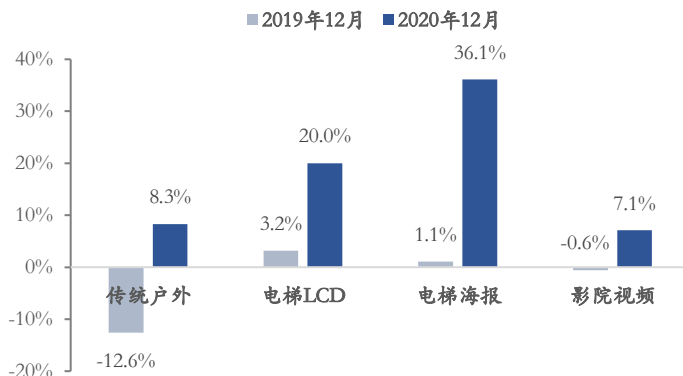
3) 户外广告快速发展，各渠道刊例花费均呈现正增长态势。户外广告具有更新快、版面色彩鲜艳、排版图案多元化等特点，热升华转印纸能较好满足户外广告的印刷需求。

图表 31 2016-2020 年规模以上服装企业产量（亿件）



资料来源：工信部，华安证券研究所

图表 32 各户外广告渠道刊例花费均呈现正增长态势



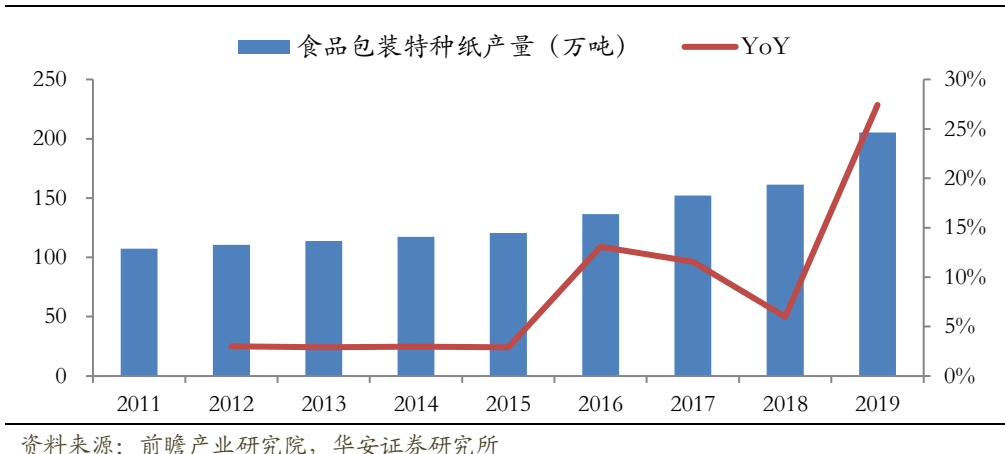
资料来源：CTR 媒介智讯，华安证券研究所

2.2 食品及医疗包装：纸代塑与无菌包装渗透率提升

(1) 食品包装用纸：以纸代塑推动食品包装用纸需求扩容

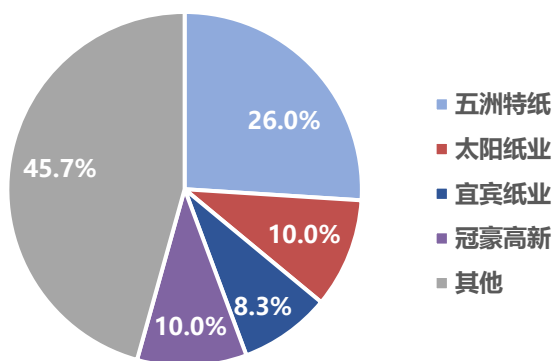
我国食品包装特种纸行业空间大、增速高。食品包装是特种纸中的第一大细分领域，2019 年占比接近 26.2%。近年来，我国食品包装原纸市场规模呈加速增长趋势，2011 年至 2019 年我国食品包装特种纸市场规模从 107.38 万吨增长至 205.40 万吨，CAGR 为 8.45%。

图表 33 2011-2019 年我国食品包装特种纸产量



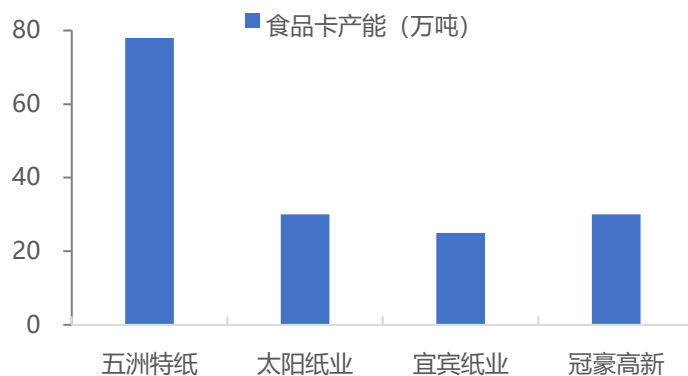
我国食品卡行业竞争格局较为稳定，CR4 占比超 50%。根据各公司公告，当前我国食品卡行业产能约为 300 万吨。行业内竞争格局较为稳定，其中五洲特纸以 78 万吨的食品卡产能位居首位，占比达到 26%；太阳纸业、冠豪高新食品卡产能各 30 万吨，占比均为 10%。宜宾纸业市占率 8.3%。

图表 34 食品卡行业竞争格局



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 35 当前各企业食品卡产能



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

食品卡是食品包装纸中的细分行业，纸代塑及消费升级趋势下景气度较高。未来发展的主要推动因素有：（1）纸代塑下对塑料餐具的替代需求；（2）咖啡及新式茶饮的爆发式增长促进纸杯纸等特种食品包装需求放量；（3）以液体包装纸为代表的食品包装国产替代进程加速。具体来看：

1) 食品卡替代传统的食品塑料外包装。以外卖包装为例，目前商家包装材料仍以塑料为主。2019 年全国外卖平台订单约 143 亿单，按平均每单消耗 3.27 个一次性塑料餐盒计算，年度塑料盒消耗量为 469 亿只。假设单个纸包装餐盒克重 20g，

则外卖塑料餐盒的替代需求为 94 万吨食品卡需求,带来需求增量 12.6%。此外,根据《关于进一步加强塑料污染治理的意见》要求,到 2025 年底,全国多数范围禁止使用不可降解塑料袋,减少不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%。根据测算可得,若 2025 年外卖盒白卡纸渗透率达到 70%,则食品白卡纸需求量为 145 万吨。

图表 36 食品白卡替代外卖外包装的需求测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
外卖订单数 (亿单)	143	171	202	232	262	288	317
YoY		20%	18%	15%	13%	10%	10%
外卖餐盒 (亿个)	468	559	660	759	857	943	1037
餐盒克重 (克)	20	20	20	20	20	20	20
渗透率		20%	30%	40%	50%	60%	70%
卡纸替代量 (万吨)		22.4	39.6	60.7	85.7	113.2	145.2

资料来源:中研网,华安证券研究所

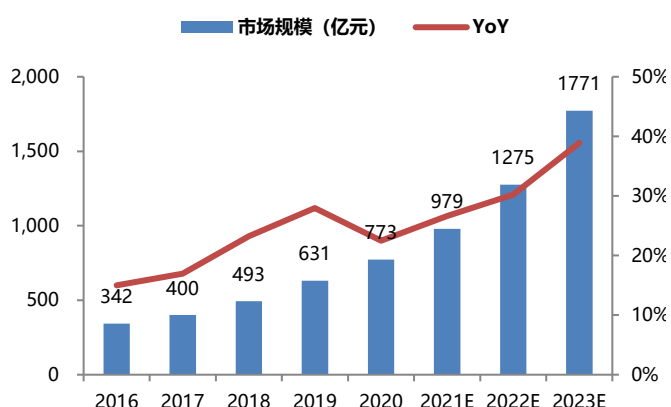
注:假设 2020 年纸盒渗透率为 20%,之后每年渗透率提升 10%

2) 咖啡及新式茶饮市场的爆发增长推动纸杯纸等需求迅速放量。近年来在快节奏、年轻化的生活潮流下,冲调类饮品(咖啡、新式茶饮)作为休闲社交的重要方式近年来得到了快速发展。根据沙利文发布的《2020 中国新茶饮行业发展白皮书》,2019 年中国咖啡市场规模达到 678 亿元,预计 2025 年,中国咖啡市场的规模将达到 2,280 亿元。

根据艾瑞咨询数据,2020 年我国新式茶饮行业市场规模达到 773 亿元,2016-2020 年年均复合增速为 22.6%,预计到 2023 年市场规模将突破 1.7 千亿元,2021-2023 年 CAGR 将高达 34.5%。

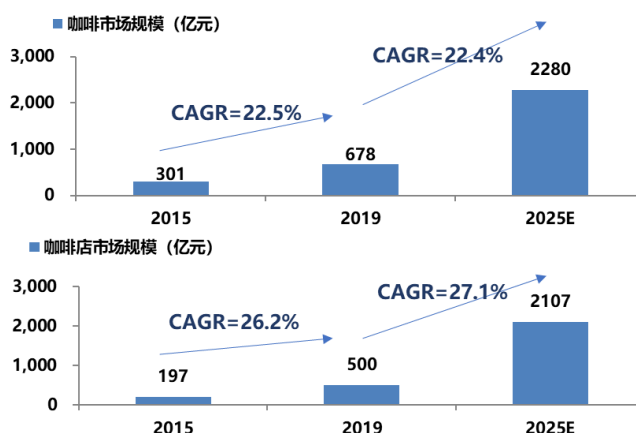
此类饮品的外包装主要为纸杯,冲调类饮品市场规模的快速扩大,将直接带动食品包装纸(纸杯纸等)需求的增加。

图表 37 2016-2023 年中国新式茶饮行业市场规模



资料来源:艾瑞咨询,华安证券研究所

图表 38 我国咖啡及咖啡店市场规模 (亿元)



资料来源:弗若斯特沙利文,华安证券研究所

测算: 2025 年新式茶饮纸包装市场规模将达到 147 亿元,对应 160 万吨食品

包装纸需求。根据艾瑞咨询，2021 年中低端新式茶饮品牌市场份额约为 85.3%，高端品牌占比约为 14.7%。我们预计随着消费升级，高端品牌市占率将以每年 3% 的速度提升。根据奈雪的茶招股说明书，单杯现制茶饮的外包装均价在 1-1.5 元，故我们假设高端品牌单杯包装 1.5 元。中低端品牌单杯包装为 1 元，测算出 2021 年茶饮包装市场规模约为 78 亿元，2025 年将达到 147 亿元，CAGR 为 17.15%。若其中纸包装占比 70%，按食品包装纸 6000 元/吨的吨纸价计算，对应 2025 年 172 万吨食品包装纸需求。

图表 39 新式茶饮纸杯包装市场测算

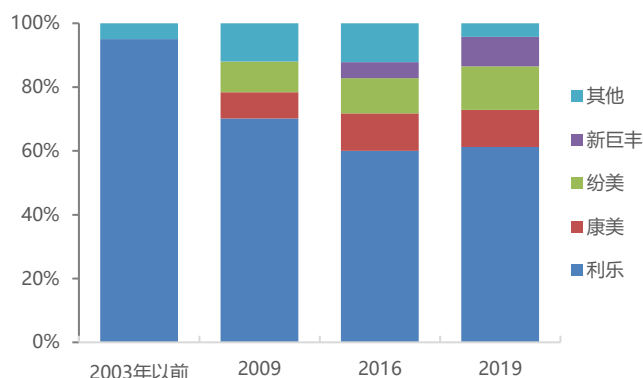
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新式茶饮市场规模 (亿元)	773	979	1275	1771	2196	2789
YoY	22.5%	26.6%	30.2%	38.9%	30.0%	20.0%
高端品牌市占率		14.70%	18%	21%	24%	27%
中低端品牌市占率		85.30%	82%	79%	76%	73%
高端品牌市场规模 (亿元)		143.9	229.5	371.9	527.0	753.0
中低端品牌市场规模 (亿元)		835.1	1045.5	1399.1	1669.0	2035.9
高端品牌单杯均价 (元)		25	27	30	33	33
中低端品牌单杯均价 (元)		12	15	18	18	18
高端品牌单杯纸包装成本 (元)		1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
中低端品牌单杯纸包装成本 (元)		1	1	1	1	1
茶饮外包装市场规模 (亿元)		78.23	82.45	96.32	116.68	147.34

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所；注：蓝色为预测值

3) 以无菌液包为代表的食品包装国产替代进程加速。当前我国已成为液态奶消费大国，产量由 2001 年的 1025.5 万吨提升至 2020 年的 3440.14 万吨。无菌液体包装在推动中国液态奶市场发展中具有举足轻重繁荣作用，解决了液态奶保质期短、运输半径有限等问题。

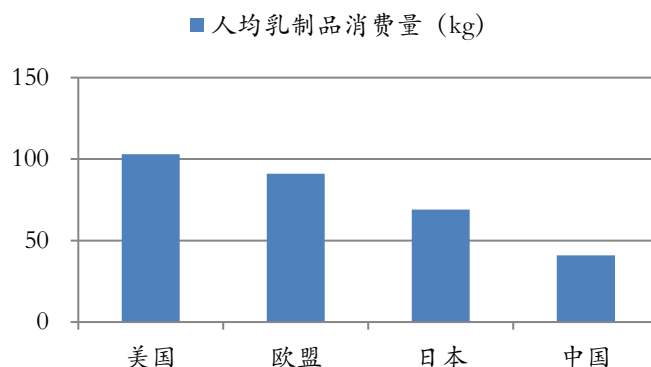
当前国内部分企业如新巨丰等已具备较为成熟的生产工艺，产品质量不断提高。由于国内液包原纸性价比较高且不断扩容，近年来利乐等国际液包公司也积极寻求与国内造纸企业合作降低成本，无菌液包的国产替代成为不可逆趋势。此外，根据 IMF 统计，2019 年我国人均乳制品消费量远低于欧美，仅为 41kg，也低于饮食习惯类似的日本（69kg/人），人均乳制品消费量未来提升空间较大。故我国无菌液包正处于蓝海市场，行业未来发展空间广阔。

图表 40 国内无菌包装生产企业市场份额



资料来源：新巨丰招股书，华安证券研究所

图表 41 2019 年我国人均乳制品消费量仅为 41kg

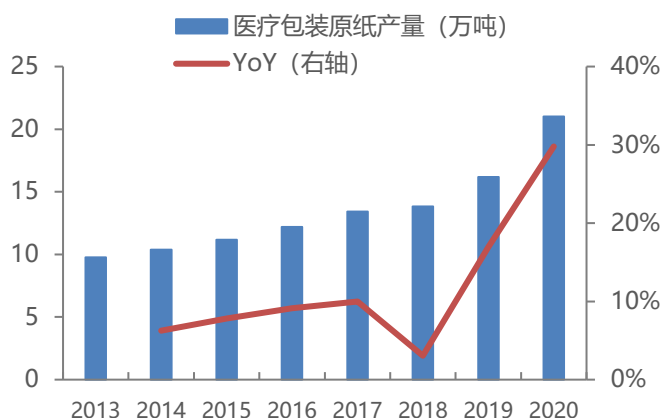


资料来源：IMF，华安证券研究所

(2) 医疗包装用纸：随器械市场与无菌包装渗透率提升而不断增长。

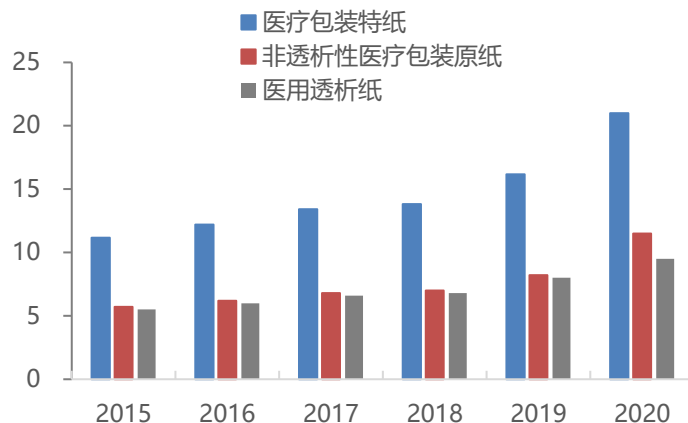
我国医疗包装原纸产量稳步增长，7 年 CAGR 为 11.6%。我国医疗包装原纸行业发展起步较晚，行业早期受技术水平等限制被国外品牌垄断。伴随国内厂商工艺水平提升及技术难题的攻克，我国国产医疗包装原纸开始逐渐进口替代。近年来我国医疗包装原纸产量增长稳健，根据前瞻产业研究院的数据，我国医疗包装原纸产量由 2013 年的 9.76 万吨提升至 2020 年的 21 万吨，7 年 CAGR 为 11.6%。从产品构成上看，非透析性医疗包装原纸产量近 5 年来略高于医用透析纸，2020 年二者产量分别为 11.5 万吨和 9.5 万吨。

图表 42 2013-2020 年我国医疗包装原纸产量及增速



资料来源：前瞻研究院，华安证券研究所

图表 43 2015-2020 年医疗包装原纸产量构成 (万吨)



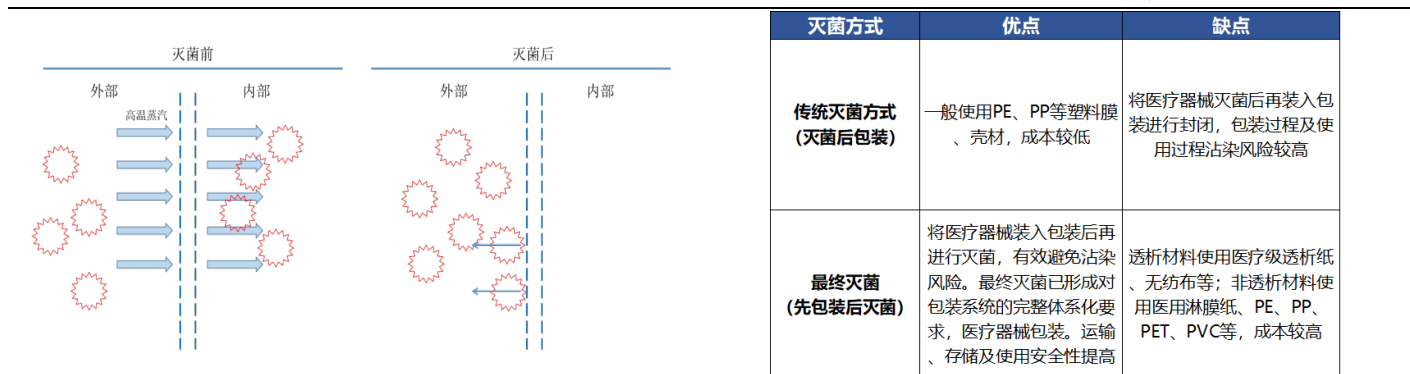
资料来源：前瞻研究院，华安证券研究所

我国医疗包装原纸伴随 1) 最终灭菌模式渗透率提升、2) 医疗器械市场规模的持续发展、3) 口罩、防护服和检测拭子需求大幅增加，居民卫生防护意识的大幅提高等，促进医疗包装特种纸的市场需求稳步提升，未来市场空间广阔，具体来看：

1) 最终灭菌模式渗透率提升。最终灭菌模式是一种更加充分、更加安全的灭菌模式，是指完成包装后再进行灭菌，被包装的医疗器械在使用之前始终在最终灭菌包装袋内保持无菌状态。强化了对医疗器械灭菌充分性和运输、存储、使用全流程中污染风险和临床应用交叉感染风险的控制，使用安全性显著提高。

图表 44 最终灭菌医疗器械灭菌过程示例

图表 45 最终灭菌与传统灭菌方式差异对比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

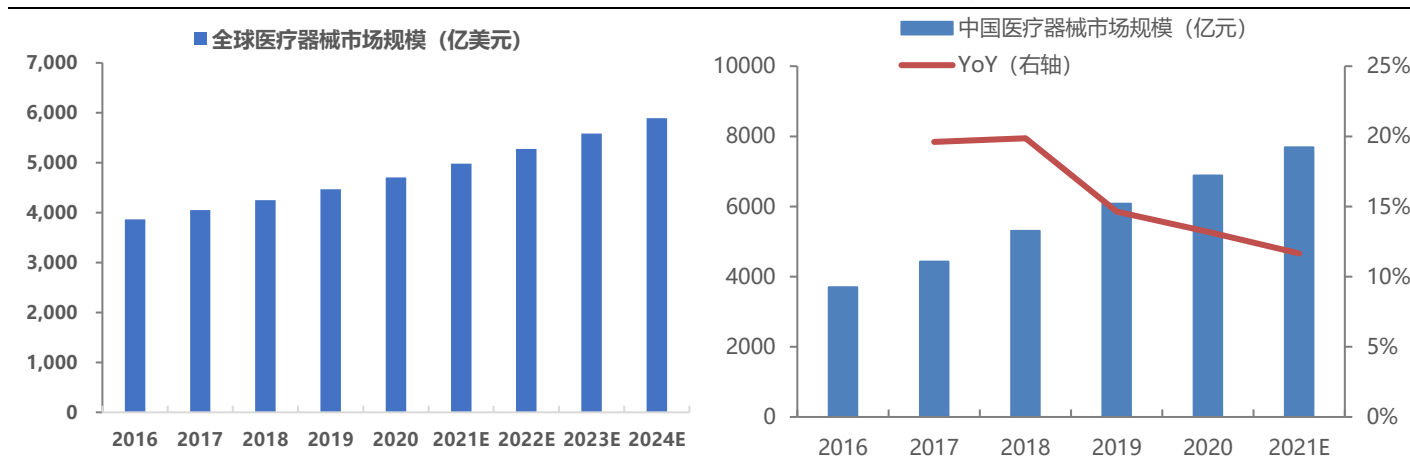
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

最终灭菌包装渗透率将随全球无菌医疗包装的发展而逐步提升。根据 Fortune Business Insights 的研究显示，2020 年全球无菌医疗包装市场规模达到 357.4 亿美元，并预计 2028 年将增长至 684.9 亿美元，CAGR 为 8.47%。北美是全球最大的无菌医疗包装市场，2020 年北美无菌医疗市场规模为 127.9 亿美元，占全球无菌医疗包装市场的 35.79%。目前我国仅在医用敷料、一次性注射器材等低值耗材上运用无菌包装，而体积小、重量轻的医疗器械无菌包装的渗透率仍较低。因此，我国医疗透析纸应用的医疗器械包装品类仍有进一步拓展和深化的空间。

2) 医疗器械市场规模的持续发展。根据弗若斯特沙利文的数据，2020 年全球医疗器械行业市场规模达到 4707 亿美元；预计 2024 年将达到 5892 亿美元。我国医疗器械行业发展起步晚但增速较快，现已成为全球第二大医疗器械市场，根据中商产业研究院的数据，2016-2020 年我国医疗器械行业市场规模由 3700 亿元提升至 6882 亿元，CAGR 为 16.8%，预计 2021 年中国医疗器械市场规模将达到 7684 亿元。随着医疗器械行业的持续发展以及最终灭菌包装渗透率的提升，将带动医疗包装原纸需求的增长。

图表 46 2016-2024E 全球医疗器械市场规模 (亿美元)

图表 47 2016-2021E 中国医疗器械市场规模 (亿元)



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

3) 口罩、防护服和检测拭子需求大幅增加，居民卫生防护意识的大幅提高。疫

情导致全球范围内对医用口罩、医用防护服需求大幅激增，同时大幅提高了国内居民的卫生防护意识，医用防护用品已成为公共卫生保障体系的常态化物资及居民的日常生活必需品。受上述影响 2020 年以来医疗透析纸的需求量大幅增加。

图表 48 纸塑复合包装的医用口罩



资料来源：稳健医疗，华安证券研究所

图表 49 纸塑复合包装抗原检测拭子



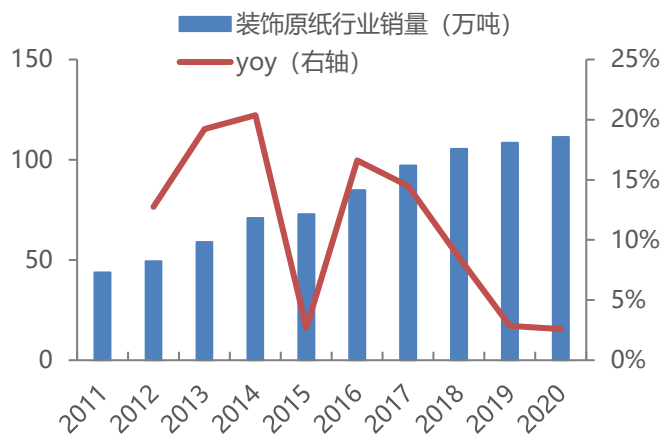
资料来源：百度，华安证券研究所

我国医疗包装原纸主要玩家为恒达新材与仙鹤股份。根据恒达新材招股说明书，在医疗包装原纸领域的国内玩家主要为恒达新材、仙鹤股份、华邦特纸；国外玩家主要有 Arjowiggins（法国）、Sterimed（法国）、BillerudKorsnas（瑞典）、Ahlstrom-Munksjö（芬兰）。

2.3 装饰原纸：出口打开成长空间

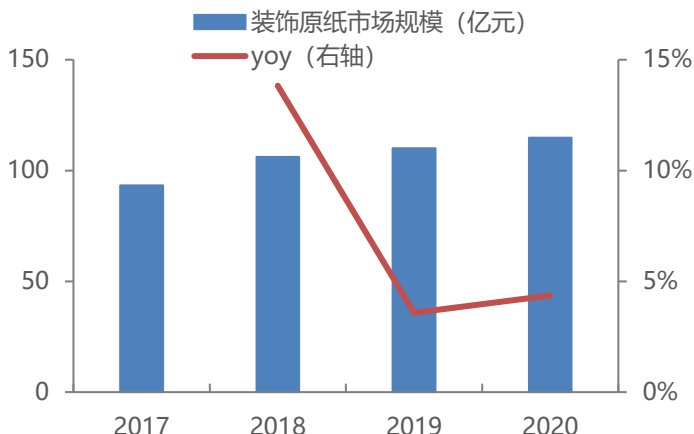
2020 年装饰原纸市场规模达 114.8 亿元，销量稳步提升至 111.3 万吨。装饰原纸最早起源于德国，发展于欧美。作为一种新型的人造板贴面材料，装饰原纸进入我国的时间较晚。根据中国林产工业协会装饰纸专业委员会的数据统计，我国人造板面层装饰原纸的销量由 2011 年的 43.81 万吨提升至 2020 年的 111.3 万吨，CAGR 达 10.9%；市场规模由 2017 年的 93.3 亿元提升至 2020 年的 114.8 亿元，CAGR 达到 7.2%。

图表 50 国内人造板面层装饰原纸销量（万吨）



资料来源：中国林产工业协会，华安证券研究所

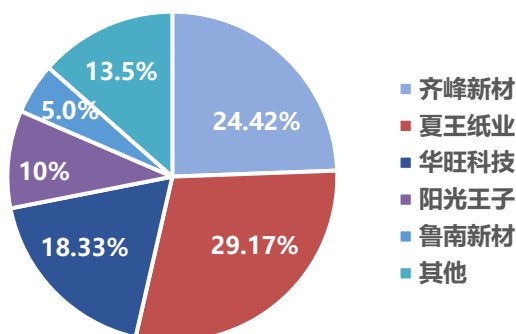
图表 51 国内装饰原纸市场规模（亿元）



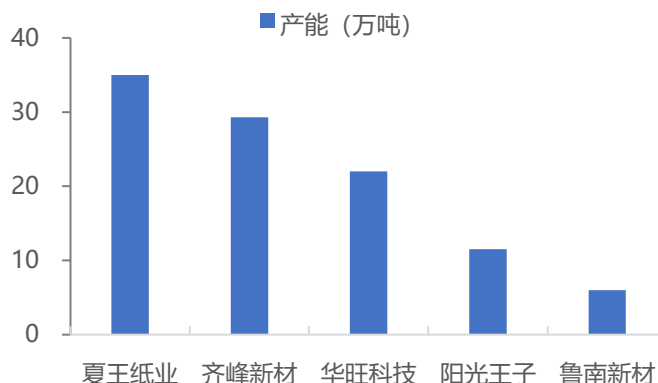
资料来源：中国林产工业协会，华安证券研究所

供给端：我国装饰原纸行业集中度较高，2021 年 CR3 为 72%。经过近二十年的发展，国内装饰原纸企业通过引进国外先进设备，不断提升自主创新能力，实现了生产技术的突破和规模的提升。当前我国装饰原纸行业集中度较高，主要企业有齐峰新材、华旺科技、夏王纸业、阳光王子及鲁南新材等。截至 2021 年，夏王纸业年产能最高，约 35 万吨，产能市占率约为 29.17%；其次为齐峰新材、华旺科技和阳光王子，占比分别为 24.42%、18.33%和 10%，行业 CR3 占比约为 72%。

图表 52 2021 年行业 CR3 约为 72%



图表 53 2021 年装饰原纸企业产能 (万吨)



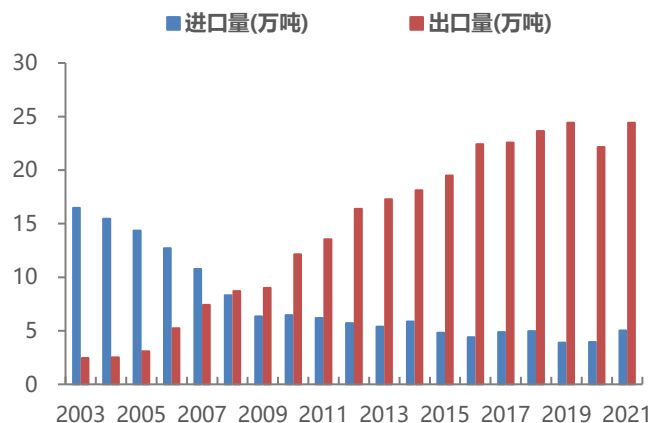
资料来源：各公司公告，中国产业信息网，华安证券研究所；

资料来源：各公司公告，各公司官网，华安证券研究所

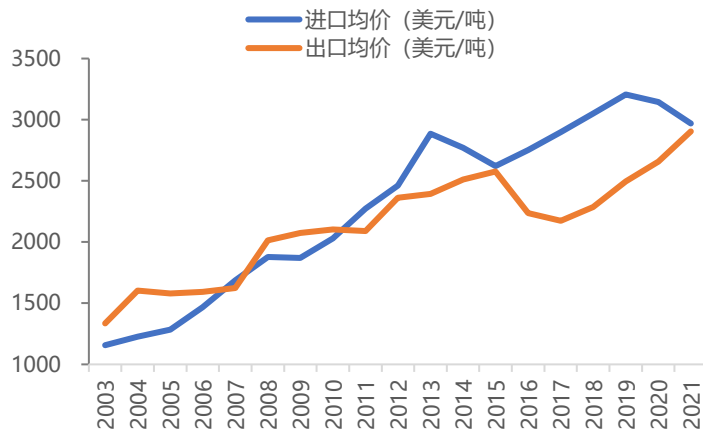
注：行业产能以 120wt 计算，或存在误差

装饰原纸出口规模逐年持续提升。根据装饰纸专业委员会协会的统计数据，2000 年全国装饰原纸需求量的 95%来自于进口，至 2008 年我国装饰原纸国产化率（国内产量/当年总需求量）已经达到 97%。根据海关总署，2003 年至 2021 年，我国装饰原纸出口量由 2.47 万吨提升至 24.44 万吨，CAGR 为 14.43%，出口金额由 0.33 亿美元提升至 7.1 亿美元，CAGR 为 19.79%。2008 年装饰原纸首次实现净出口，2021 年我国装饰原纸净出口量达到 24.44 万吨。**进出口均价方面，国内装饰原纸出口均价与进口均价差距较小，期间内最大价差 700 美元/吨，平均价差在 ±300 美元/吨内，反映出我国出口装饰原纸的品质接近于进口。**

图表 54 我国装饰原纸 2003-2021 年进出口量



图表 55 2003-2021 年我国装饰原纸进出口均价



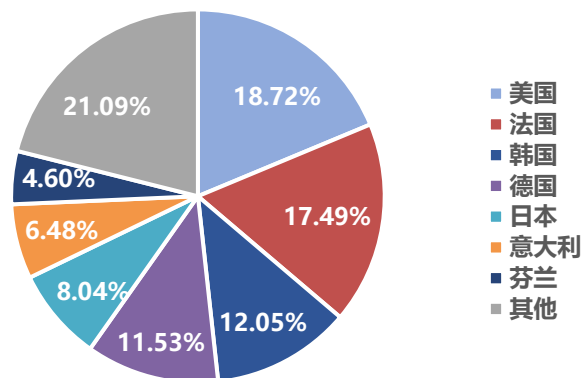
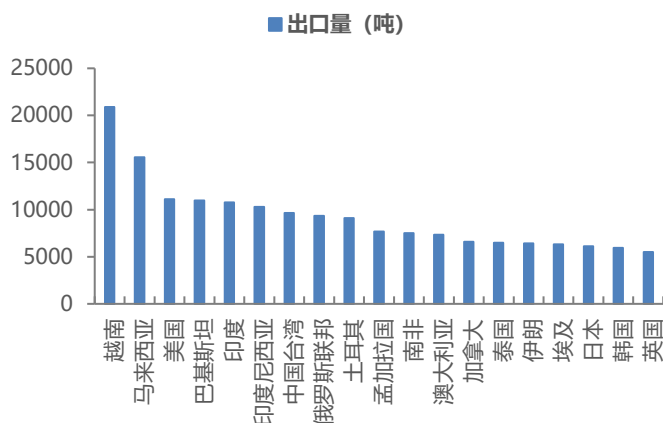
资料来源：海关总署，华安证券研究所；HS 编码：48119000

资料来源：海关总署，华安证券研究所；HS 编码：48119000

我国装饰原纸主要出口至亚洲地区，欧美、日韩为主要进口国。根据海关总署数据，2021 年我国装饰原纸出口国主要以东南亚、西亚等亚洲各国为主，其中越南、马来西亚、巴基斯坦、印度出口量居前，出口量分别为 2.1/1.6/1.09/1.08 万吨。进口方面，我国主要从欧美，尤其是装饰原纸产业较为发达的西欧、北欧等国进口，2021 年装饰原纸进口量前七的国家中欧洲国家占比 40.1%。

图表 56 我国装饰原纸 2021 年主要出口国

图表 57 我国装饰原纸 2021 年主要进口国



资料来源：海关总署，华安证券研究所；HS 编码：48119000

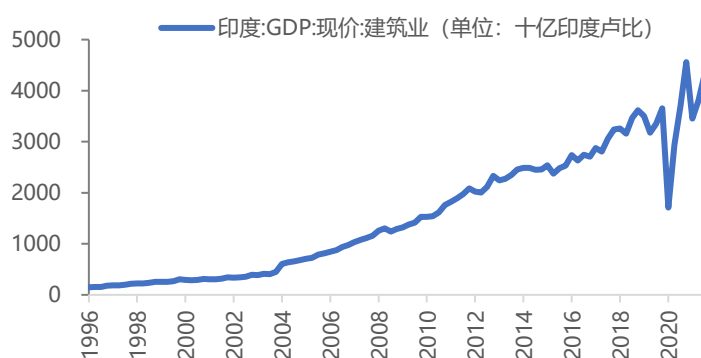
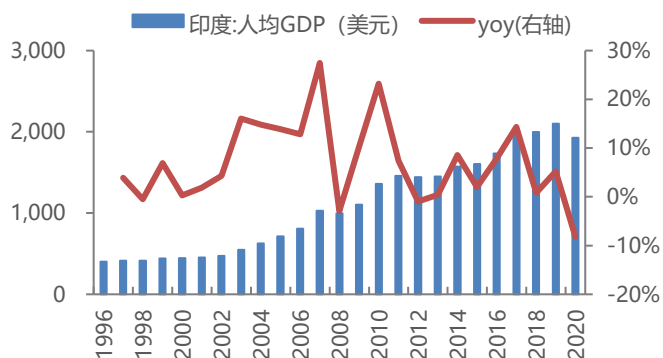
资料来源：海关总署，华安证券研究所；HS 编码：48119000

未来装饰原纸出口有望进一步辐射亚洲，并提升欧洲市场渗透率。随着我国装饰原纸工艺及产量不断提高，以及在国际市场中相对的成本优势，未来我国装饰原纸出口有望进一步辐射亚洲地区，并逐渐提升在欧洲市场的渗透率。分别来看：

1) 亚洲地区：以印度为例，印度与我国接壤，且近年来经济增速较快。根据世界银行的数据，印度人均 GDP 由 1996 年的 399.95 美元提升至 2020 年的 1927.71 美元，CAGR 为 6.77%，反映出国民收入水平与消费能力的不断提升；在建筑产业，根据印度统计局数据，印度建筑业 GDP 增速迅猛，1997-2021 年 CAGR 为 13.6%。作为人口大国，印度国民经济与建筑产业的快速发展拉动了家具产业、建材装饰等相关产业发展。此外，印度与我国同属于人均林地资源缺乏的国家之一，人造板及装饰原纸贴面板材凭借其高性价比优势有望进一步打开印度市场空间。

图表 58 印度人均 GDP (美元)

图表 59 印度建筑业 GDP

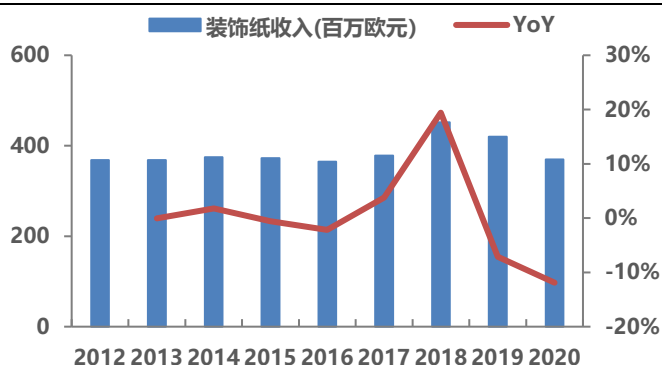


资料来源：世界银行，华安证券研究所；

资料来源：印度统计局，华安证券研究所

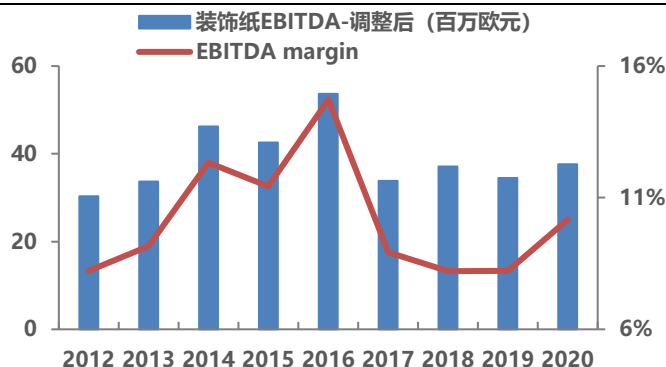
2) 欧洲地区: 欧洲森林资源较少, 故建筑、家具板材偏好使用人造板。欧洲装饰原纸起步较早, 工艺及产量均处于世界前列, 也诞生了一批诸如德国夏特、瑞典明士克等国际知名的装饰纸企业。但欧洲装饰原纸企业近年来由于能源、原材料等成本的不断上升, 纸企不断提升产品售价, 且随着中国装饰纸产能的迅速扩张与出口, 逐渐丧失竞争力。以明士克为例, 公司装饰纸业务 (Decor) 营收近年来增速乏力, 2020 年装饰纸业务营收仅为 3.697 亿欧元, 同比下滑 11.89%; 装饰纸 EBITDA 自 2017 年来表现平平, 2017-2020 年 CAGR 仅为 3.6%。我国装饰原纸凭借高性价比与不断精进的产品品质, 未来有望逐渐提升欧洲市场渗透率。

图表 60 明士克装饰原纸业务营收



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所; 注: 2017 年后为与奥斯龙合并后的报表

图表 61 明士克装饰原纸业务 EBITDA

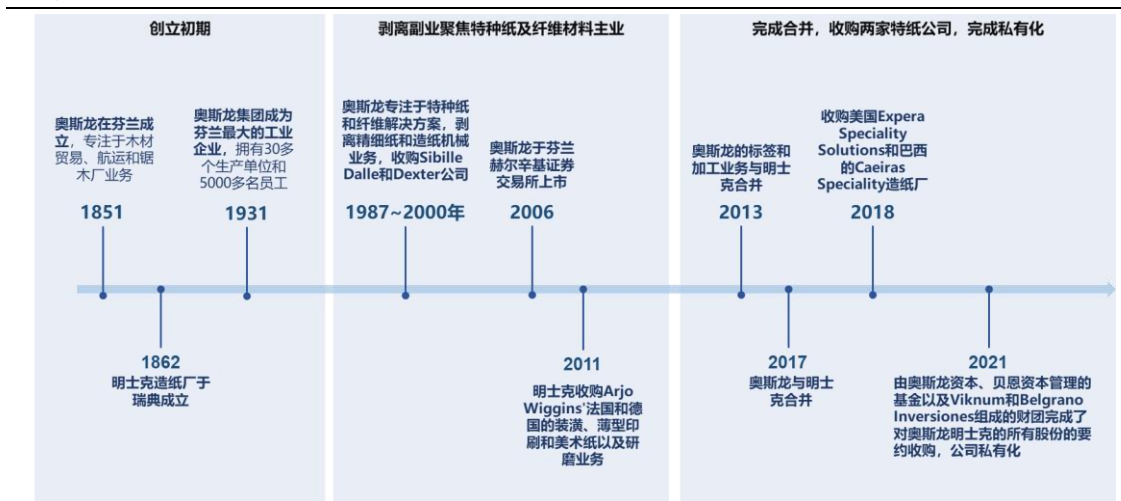


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所; 注: 2017 年后为与奥斯龙合并后的报表

2.4 海外特纸龙头发展历程的借鉴意义——以奥斯龙为例

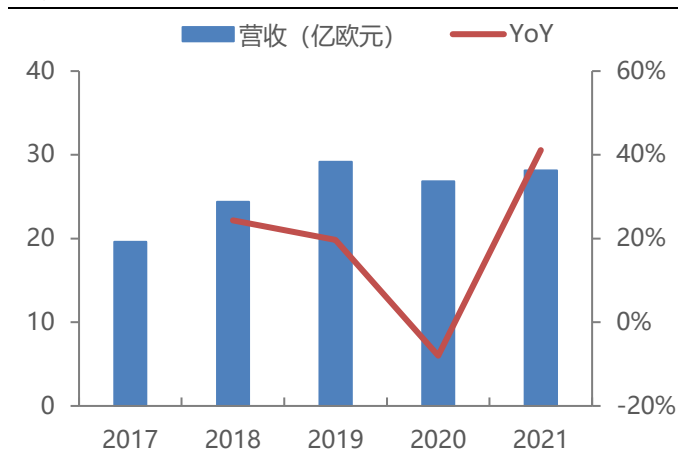
奥斯龙-明士克——世界知名特种纸制造商。奥斯龙-明士克 (Ahlstrom-Munksjö) 是世界知名的特纸制造商, 由芬兰的木材及纤维巨头奥斯龙公司与瑞典造纸巨头明士克公司合并成立。两家公司最初都以林业起家, 逐渐发展成多元化的纸企, 2000 年初两家公司剥离造纸机械等业务开始重新专注于特种纸与纤维应用领域。2013 年奥斯龙的标签加工业务和明士克合并, 2017 年奥斯龙和明士克合并, 2018 年收购美国 Expera Speciality Solutions 和巴西的 Caeiras Speciality 造纸厂, 2021 年奥斯龙明士克被奥斯龙资本、贝恩资本旗下基金以及 Belgrano Inversiones 组成的财团收购, 成为私人控股公司。公司 2021 年实现营收 28.14 亿欧元, 受疫情及成本压力抬升, 净利润-0.57 亿欧元。

图表 62 奥斯龙明士克公司发展历程



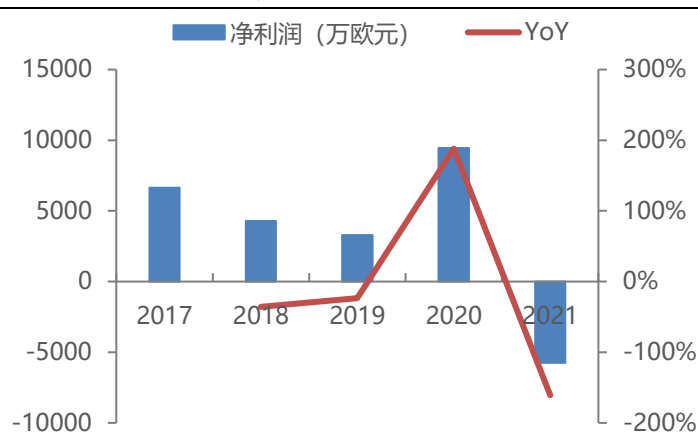
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 63 合并后公司营收及增速



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 64 合并后公司净利润及增速



资料来源：公司官网，华安证券研究所

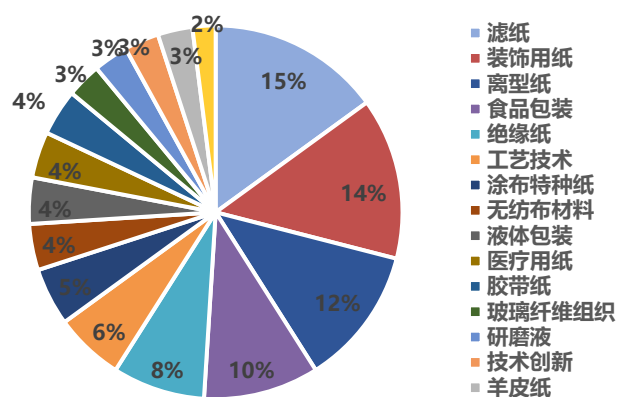
启示一：多元化布局，不断突破自身规模。由于用途针对性强，单一品类的特种纸往往行业规模较小，因此品类扩张成为特种纸企业的规模提升的必经之路。奥斯龙-明士克产品矩阵丰富，产品定位中高端，业务范围遍布全球。其中业务按用途划分，可分为装饰用纸解决方案、食品包装解决方案、过滤介质及应用等五大类。公司涉及的特种纸种类较多，营收占比在10%及以上的纸种为滤纸（15%）、装饰原纸（14%）、离型纸（12%）和食品包装纸（10%）。公司业务范围遍布全球，其中以欧洲和北美为主，2020年公司在欧洲和北美地区的销售收入占比分别为43%和35%；亚洲区域销售占比约为14%。

图表 65 公司产品矩阵



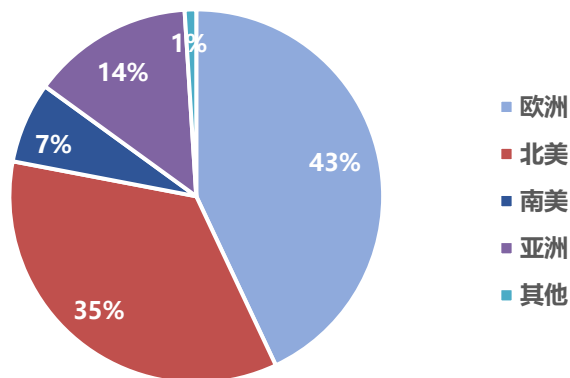
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 66 公司 2021 年各纸种营收占比



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 67 2020 年公司各地区营收占比

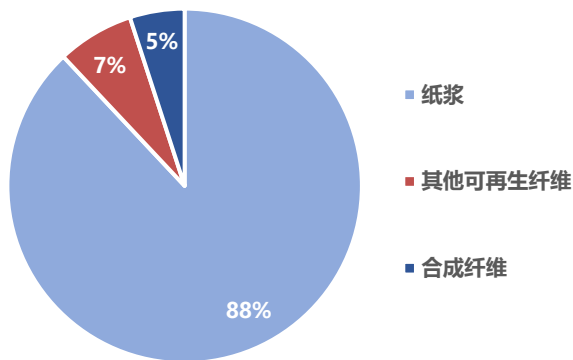


资料来源：公司官网，华安证券研究所

启示二：加大新纤维原料的开发力度，降低成本的同时拓展应用范围。除木浆、竹浆等植物纤维外，矿物纤维、动物纤维及人造纤维（合成纤维等）也在特纸中大量使用，如碳纤维可用于导电纸的制作，玻璃纤维可用于滤纸、绝缘纸的制作。使用新纤维一方面可以降低对木浆的依赖，当前多种纤维具备成熟的制造工艺与一定的市场规模，相比木浆而言具备不受资源与地域约束、价格低廉等优势；另一方面，新纤维原料在某些性能（如绝缘、防水等）上优于木浆纤维，运用于特纸中将丰富纸种并拓展应用范围。

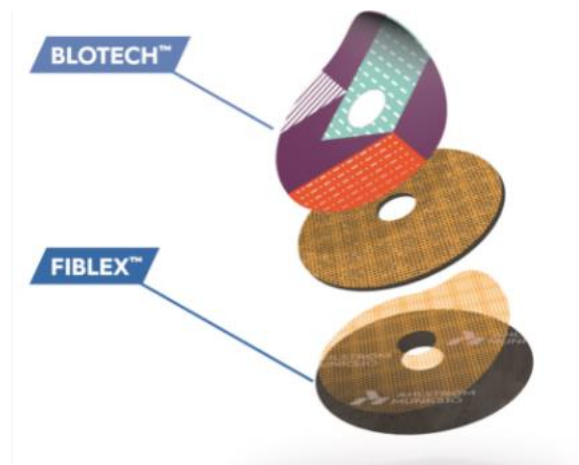
以奥斯龙-明士克为例，公司作为全球纤维材料领域的领导者，不断开发与利用纤维提供多种定制化的解决方案。公司大力推进纤维材料的开发研究，2000 年起便专注纤维材料的开发，将天然和合成原材料与化学添加剂组合成创新纤维。公司提供定制化的专用纤维材料，天然纤维使用量占总纤维使用量的 95%。

图表 68 公司原材料纤维使用构成



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 69 奥斯龙-明士克生产的玻璃纤维网背纸



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3 公司：多元布局+产业链延伸构筑长期竞争壁垒

3.1 适应多元产品矩阵的柔性化生产能力，迅速响应下游的波动需求

公司产品矩阵丰富，60 余种细分纸种覆盖面广。从产品品类来看，公司是行业内产品矩阵最为丰富的企业。特种纸由于用途的针对性较强，与普通纸相比市场容量偏小，存在较多细分赛道，并且从趋势上来讲，新产品及需求依然在持续滚动迭代，单一细分纸种也会有需求波动，基于下游的行业属性，我们认为公司在生产端，具备领先于行业、符合产业趋势的显著优异底层生产通用能力——平台式生产能力，即向高景气细分赛道灵活切换产能的生产能力。

图表 70 国内规模特种纸企业涉及的细分赛道情况

		仙鹤股份	恒丰纸业	民丰特纸	齐峰新材	冠豪高新	华旺科技	五洲特纸	凯恩股份
家居装饰用纸	壁纸原纸	●			●		●		
	装饰原纸	●			●				
商务交流及防伪用纸	无碳纸	●	●			●			
	热敏纸	●				●			
食品与医疗包装用纸	食品用	●						●	●
	医疗用	●							
标签离型用纸	格拉辛纸	●	●	●				●	
	镀铝原纸	●		●					
电气及工业用纸	电解电容器纸	●							●
	不锈钢衬纸	●							
热转印用纸		●				●		●	
低定量出版印刷用纸		●	●						
烟草行业用纸		●	●	●					

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

生产柔性化保障公司迅速响应下游的波动需求。在生产模式上，公司采取以销定产、柔性化的模式。截至 22H1 公司拥有 51 产线，部分稳定生产大客户的大订单量产品，部分生产客订小批量产品。根据公司年报，公司柔性化生产能力突出，单条产线至少能够适应 2-3 种纸基功能材料的稳定生产，能够在不同产品中做到稳定的切换。公司平均单条产线产能 2.35 万吨，产能切换灵活性较高。

图表 71 各公司单条产线产能情况

公司	产能 (万吨)	产线 (条)	单条产线产能 (万吨/条)
仙鹤股份 (含夏王)	120	51	2.35
齐峰新材	45.6	22	2.07
华旺科技	27	7	3.86
冠豪高新	80	15	5.33
五洲特纸	135	8	16.88

资料来源：各公司公告，华安证券研究所，注：数据均截至 22H1

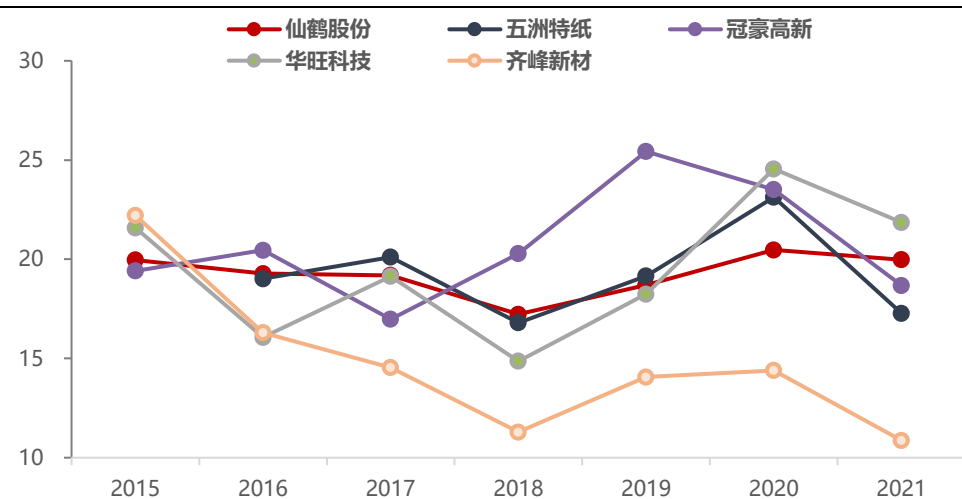
多元化的产品矩阵使得公司盈利波动较小。丰富的产品矩阵可有效应对波动的下游需求，降低公司整体盈利能力的波动性。公司历年毛利率波动较小，2015-2021 年毛利率的平均值为 19.26%，方差为 0.99，波动性低于行业平均水平。

图表 72 各公司 2015 年至今毛利率 (%) 及方差

毛利率 (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	平均值	方差
仙鹤股份	19.96	19.27	19.19	17.23	18.70	20.47	19.98	19.26	0.99
五洲特纸		19.02	20.11	16.80	19.16	23.13	17.28	19.25	4.29
冠豪高新	19.42	20.46	16.98	20.29	25.43	23.51	18.68	20.68	7.16
华旺科技	21.58	16.07	19.14	14.86	18.24	24.55	21.86	19.47	10.06
齐峰新材	22.21	16.30	14.54	11.29	14.06	14.39	10.87	14.81	12.24

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 73 各公司 2015 年至今毛利率情况

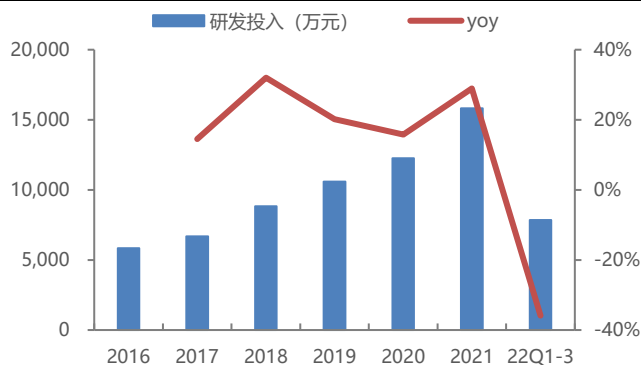


资料来源：各公司公告，华安证券研究所

柔性化生产能力源于研发壁垒深厚，技术和团队短期内难以复制。公司多元化、高附加值的产品矩阵、以及突出的柔性化生产能力离不开研发创新与技术积累。公司在品类拓展过程中不断积累经验，制订了多项国家标准和行业标准，建立了长期稳定的研发技术团队，研发能力突出，技术储备雄厚，行业经验丰富，能够准确把握

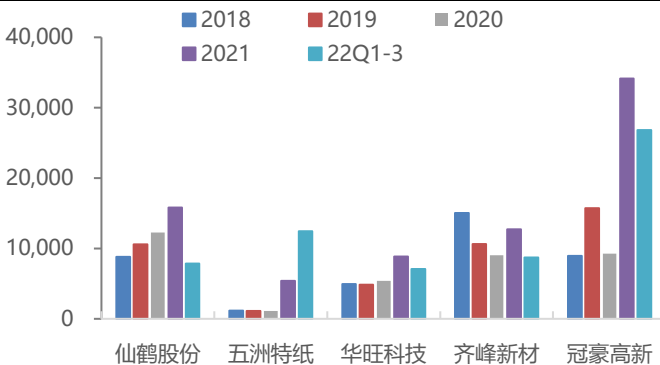
握行业发展趋势。公司在产品研发投入方面一直保持持续稳定的投入，2021 年公司研发支出达到 1.58 亿元，处于行业领先水平。2016-2021 年研发投入年均复合增长率为 22.1%。

图表 74 2016 年至今公司研发投入及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 75 各公司研发费用情况 (万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

(1) 技术与团队积淀方面，公司拥有一支专门的设备专家队伍，生产设备坚持自研，除主要部件需进口外，其余部件全部通过与供应商合作，自主研发、装配、调试，能够达到进口高端设备的生产标准。不但大幅降低了设备初始投资成本及后续维护成本，而且还能更自主的控制设备运行参数，兼备柔性化生产能力的同时保证产品的高质量。

(2) 研发创新市场领先，由合作研发到主动研发。公司一直保持自主设计、合作开发的创新理念，积极与下游客户进行创新研发合作。例如下游客户多偏好低克重产品（同重量下低克重纸品的平米数更多），公司重点发力低克重纸品，其中 40g 以下热转印纸为国内独家供应，壁垒较强。此外公司还主动引导研发，领先于市场和客户需求进行持续的产品迭代更新，进而推动下游客户需求升级迭代。

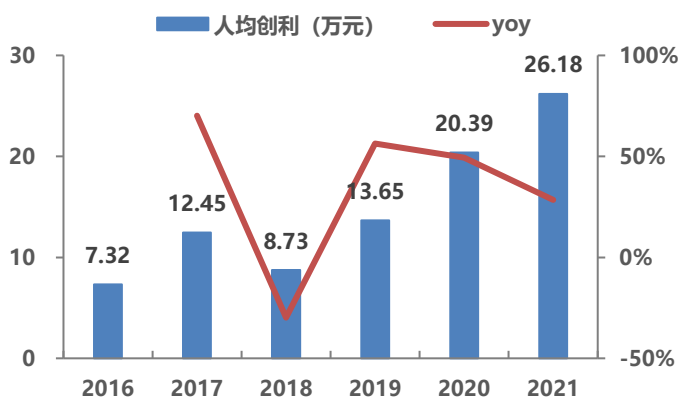
柔性化生产能力推动公司人均创收、人均创利不断提升。柔性化生产能力不断提高公司生产运营效率，公司 2021 年人均创收、人均创利分别为 154.96 万元和 26.18 万元，同比分别+12.5%/+28.4%。2016-2021 年人均创收/人均创利 CAGR 分别为 15.4%和 29.0%。

图表 76 2016 年至今公司人均创收



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 77 2016 年至今公司人均创利

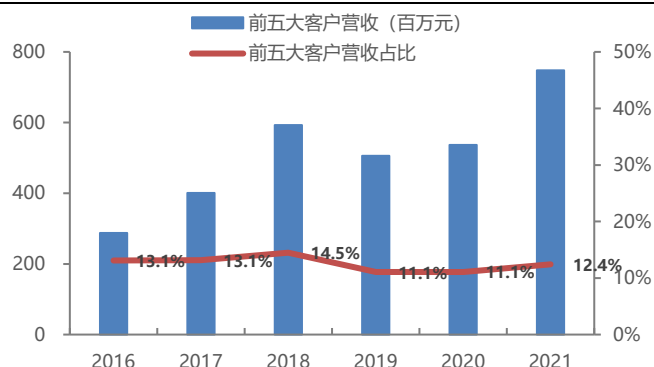


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.2 客户储备丰富依赖性低，单一客户渗透率提升空间大

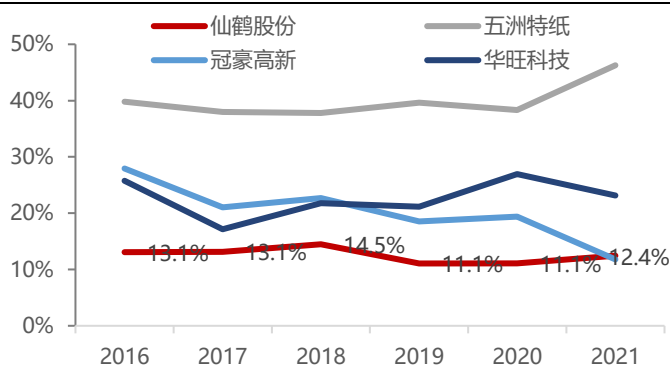
公司客户结构优质且丰富，对单一客户依赖性较低。公司多元化产品矩阵同时对应下游丰富客户结构，根据公告，公司目前拥有超过 2000 家有价值的下游直销客户。与大量优质客户建立稳定、良好的长期关系，包括利乐、安姆科、艾利、当纳利等。公司 2021 年前五大客户销售占比仅为 12.4%，对大客户的依赖性较低。

图表 78 2016 年至今公司前五大客户营收及占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 79 各公司前五大客户占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

客户覆盖面广，单一客户渗透率提升空间较大。由于特种纸下游应用的针对性较强，客户对于产品品质及稳定性更为看重，往往需要较长时间的考核认证。公司产品品质优异，积累了众多优质客户，且对客户依赖性较小，随着公司产品矩阵不断完善，可向现有客户提供整体解决方案，增加客单值同时提升客户渗透率。以咖啡连锁店为例，单杯咖啡的特种纸一般涉及纸杯(食品卡)、标签离型纸(格拉辛纸)、小票(热敏纸)、纸吸管等多个细分纸种。此外，提供整体解决方案也有利于增加客户粘性。

图表 80 公司部分合作客户



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.3 短期：浆价预期下行，看好公司盈利中枢抬升

随海外浆厂新增产能释放，2023E 浆价预期下行。根据各浆厂公告，Arauco 的 MAPA 项目 156 万吨阔叶浆产能预计将于 2022 年 12 月中旬投产，UPM 的 210 万吨阔叶浆产能有望于 23Q1 投产。随海外浆厂新增产能投放，阔叶浆供应紧张局面有望缓解，2023E 浆价预期下行，公司盈利弹性兑现在即。

图表 81 浆价当前已达近五年峰值



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 82 22-25 年全球针、阔叶浆拟新增产能及时点

阔叶浆新增产能规划				
时间	浆厂	产能 (万吨)	浆种	预计/投产时间
2021年	Bracell	260-280	漂阔浆	2021年9月
		或150	或溶解浆	
2022年	Arauco	156	漂桉浆	22Q4
2023年	UPM	210	漂桉浆	23Q1
	CMPC	40	阔叶浆	23Q4
	Vietra-climex	40	阔叶浆	23Q2
2024年	SUZANO	260	阔叶浆	24Q3
2025年	Pacacel	180	阔叶浆	25Q2
针叶浆新增产能规划				
时间	浆厂	产能 (万吨)	浆种	预计投产时间
2022年	Sodra	10	针叶浆	22年末
2023年	Metsa Group	约80	针叶浆	23H2
	Paper Excellence	30	针叶浆	23H2

资料来源：BMA，华安证券研究所

测算：22 年前三季度公司吨毛利为 1173.79 元/吨，吨净利为 902.36 元/吨。具体假设：1) 考虑库存储备，假设原材料反映至成本滞后一个季度，即当前季度采用前一季度采购木浆，公司与木浆供应商保持长期稳定关系，考虑集采价格优惠，假设木浆采购价较市场均价低 1500-2000 元/吨。2) 假设当前公司吨纸价（含税）为 9500 元/吨；3) 吨纸化学品假设 600 元，单位制造费用、人工费用假设分别 1800/340 元；单位期间费用及损益为 22 年前三季度期间费用（损益）/销量。4) 增值税率 13%，所得税 15%。

图表 83 公司 22 年前三季度吨毛利、吨净利测算

主要原材料	吨纸耗用量 (吨)	价格 (元)	元/吨	针叶浆	阔叶浆	化机浆
漂阔浆	0.6	2533.6	前三季度国内均价	7039.07	6222.72	5281.58
漂针浆	0.4	2215.6				
化机浆	0.1	328.2				
综合用浆成本		5077.42	来源：卓创资讯			

来源：卓创资讯

22年前三季度仙鹤吨净利计算

单位：元/吨	含税价	不含税价		
吨纸价	9500	8407.1		
主要原材料	5077.42	4493.3		
漂阔浆	2533.6	2242.1		
漂针浆	2215.6	1960.7		
化机浆	328.2	290.4		
			税金及附加	67.0
			销售费用	28.0
			管理费用	161.8
纸价-木浆		3913.79	研发费用	187.9
吨纸化学品		600	财务费用	76.6
单位制造费用		1800.00	加：其他损益类科目	409.14
单位人工费用		340.00	吨税前利润	1061.60
吨毛利		1173.79	吨税后利润	902.36
毛利率		12.4%	净利率	10.7%

资料来源：公司公告，卓创资讯，华安证券研究所；注：未剔除夏王

弹性测算：2023E 假设阔叶浆价下降 5%-30%，销量按 120 万吨计算，对应净利润为 11.66-15.79 亿元。在其他条件不变的情况下，假设阔叶浆价每下降 5%，公司均价下降 1%，对应吨毛利与吨净利如下表所示。假设 2023E 公司销量 120 万吨，则对应净利润为 11.66-15.79 亿元。

图表 84 浆价下跌对应盈利能力弹性测算

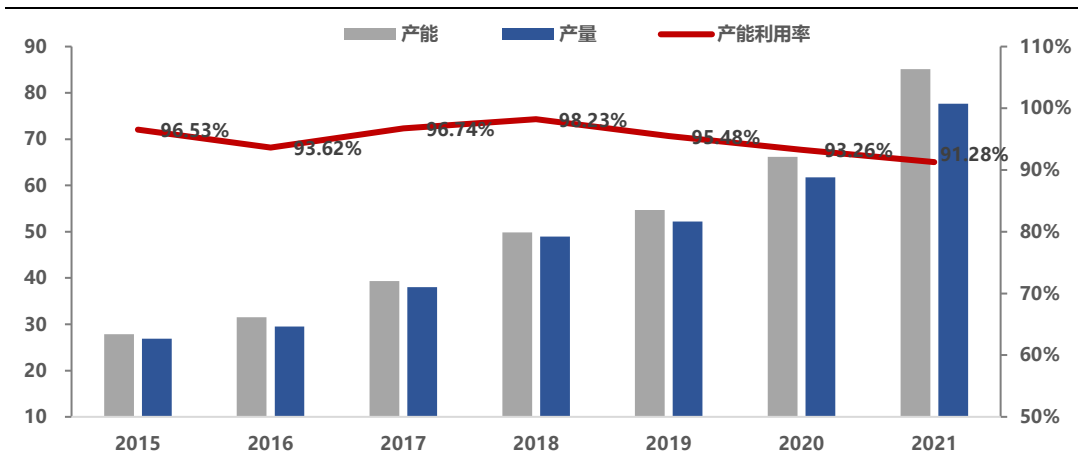
阔叶浆价格变动	假设售价变动幅度	对应售价 (元/吨)	吨毛利 (元/吨)	毛利率	毛利率变动	吨净利 (元/吨)	净利率	净利率变动
-5%	-1.0%	9405.00	1254.93	15.08%	2.72%	971.33	11.67%	0.94%
-10%	-2.0%	9310.00	1336.06	16.22%	3.86%	1040.29	12.63%	1.89%
-15%	-3.0%	9215.00	1417.19	17.38%	5.02%	1109.25	13.60%	2.87%
-20%	-4.0%	9120.00	1498.33	18.56%	6.21%	1178.22	14.60%	3.87%
-25%	-5.0%	9025.00	1579.46	19.78%	7.42%	1247.18	15.62%	4.88%
-30%	-6.0%	8930.00	1660.6	21.01%	8.66%	1316.15	16.65%	5.92%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.4 远期：产能释放突破瓶颈，浆纸一体化生态打开成长远景

得益于良好的供需结构，公司产能利用率饱和。公司柔性化生产能力能及时响应下游的波动需求，同时凭借丰富的客户储备，基本实现满销满产，产能利用率处于饱和。2021 年公司产能利用率 91.28%，2015 年至今产能利用率平均值为 95.02%。

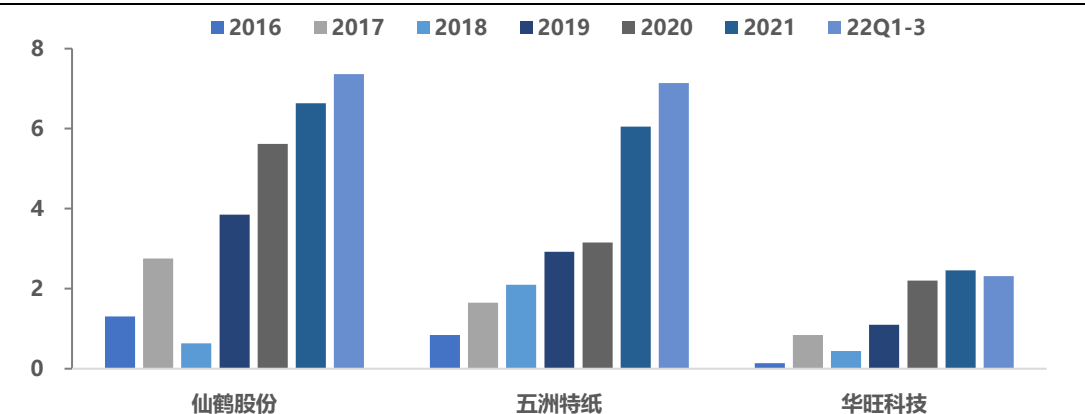
图表 85 公司历年产能、产量（万吨）与产能利用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资本开支持续投入，助力产能有序扩张。近年来公司资本开支投入力度加大，2021 年公司的资本开支达到 6.64 亿元，2016-2021 年合计资本开支达到 20.79 亿元。公司自 2022 年起开启新一轮产能释放周期，2022-2024E 造纸产能预计实现 120/130/200 万吨，制浆产能预计实现 5.1/65/70 万吨。

图表 86 2016 年至今各公司资本开支情况（亿元）



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 87 公司 2022-2024E 规划产能

年份	纸产能（万吨，不含夏王）	备注
2021	85.11	公司评级报告
2022E	120	年初4wt特种纸技改项目+30wt食品卡年末择时投产
2023E	130	新增10wt特种纸
2024E	200	新增70wt纸产能，其中60%为特种卡纸（食品卡、烟卡等），40%为特种纸
年份	浆产能（万吨）	备注
2021	5.1	河南基地
2022E	5.1	
2023E	65	23年年末新增60wt浆产能，包含40wt化学浆和20wt化机浆
2024E	约70	
		广西、湖北基地浆产能陆续释放

资料来源：公司公告，华安证券研究所

远期：林浆纸一体化落地，原料自给率有望突破 60%。中长期来看，公司林浆纸一体化建设将分别在广西、湖北及山东基地推进，项目全部落地后将新增 380wt 纸产能与 320wt 浆产能。若按吨纸浆耗为 1 吨计算，2024 年公司木浆自给率将达到 35%，远期项目全部落地后木浆自给率有望突破 60%。

图表 88 公司广西、湖北、山东林浆纸一体化规划及木浆自给率计算

基地	项目	规划纸产能（万吨）	规划浆产能（万吨）
广西来宾	年产 250 万吨高性能纸基新材料及纤维制备项目	100	150
湖北石首	年产250万吨高性能纸基新材料循环经济项目	160	90
山东莱州	年产200万吨浆纸一体化项目	120	80
合计		380	320

单位：万吨；%	2021	2022E	2023E	2024E	2030E
造纸产能	85.11	120	130	200	510
制浆产能	5.1	5.1	65	70	320
木浆自给率	6%	4%	50%	35%	63%

资料来源：公司公告，华安证券研究所；注：假设吨纸浆耗为 1 吨

4 盈利预测与估值

盈利预测：（1）受浆价高位影响，公司年初至今对产品进行多轮提价，但仍难以覆盖原材料价格上涨幅度；展望 2023-2024E，海外阔叶浆厂新增产能释放+公司自有浆线投产，预计公司盈利能力修复显著；（2）公司 2022 年起进入新一轮产能释放周期，根据公司投产计划，我们预计未来两年食品及医疗包装、日用消费系列营收将随产能释放而同步增长。

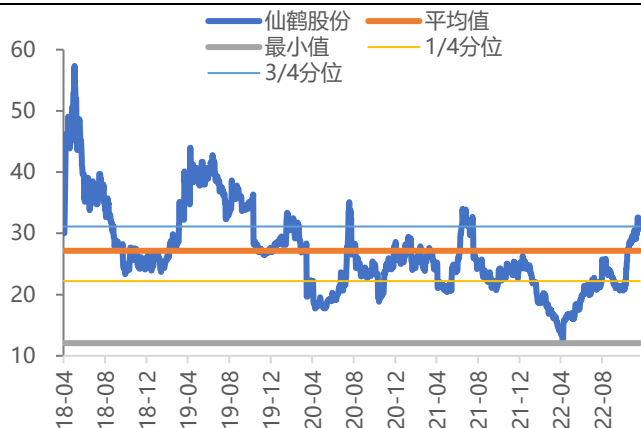
图表 89 公司分产品营收预测（百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	4097.77	4567.04	4843.1	6016.97	7596.82	10413.75	11687.5
yoy	34.48%	11.45%	6.04%	24.24%	26.26%	37.08%	12.23%
营业成本	3391.69	3713.11	3851.58	4815.06	6670.44	8764	9762.5
yoy	37.74%	9.48%	3.73%	25.02%	38.53%	31.39%	11.39%
毛利率	17.23%	18.70%	20.47%	19.98%	12.19%	15.84%	16.47%
分产品营收							
商务交流及印刷	575.84	709.34	779.57	835.18	876.94	920.79	948.41
yoy		23.18%	9.90%	7.13%	5.00%	5.00%	3.00%
烟草行业用纸	723.64	704.26	726.24	786.04	809.62	850.10	892.61
yoy		-2.68%	3.12%	8.23%	3.00%	5.00%	5.00%
食品与医疗包装用纸	429.84	611.89	850.34	993.46	1490.19	3278.42	3934.10
yoy		53.46%	65.69%	16.83%	50.00%	120.00%	20.00%
电气及工业用纸	307.16	312.12	384.78	510.22	637.78	765.33	880.13
yoy		1.61%	23.28%	32.60%	25.00%	20.00%	15.00%
日用消费系列	1689.66	1858.86	1764.25	2498.75	3123.44	3998.00	4917.54
yoy		10.01%	-5.09%	41.63%	25.00%	28.00%	23.00%
其他特种浆等	371.62	203.51	159.18	128.22	128.22	102.58	82.06
yoy		-45.24%	-21.78%	-19.45%	0.00%	-20.00%	-20.00%
其他		167.06	178.74	265.10	530.64	498.54	32.65
			7.00%	48.31%	100.16%	-6.05%	-93.45%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

当前公司 PE-TTM 与市值均高于上市以来 3/4 分位，反应对浆价下行预期下公司盈利触底修复逻辑。短期看，海外浆厂扩产，浆价拐点临近，看好公司盈利弹性释放。中长期看，公司横向深化品类延伸，纵向布局自有浆线，林浆纸一体化生态打开公司发展远景。2022 年起公司进入新一轮产能扩张周期，业绩有望迈上新台阶。我们预计公司 2022E-2024E 归母净利润分别为 7.61/12.20/14.15 亿元，同比分别 -25.1%/+60.2%/+16.0%。对应 PE 分别 28.56X、17.82X、15.36X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 90 公司上市以来 PE-TTM



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 91 公司上市以来市值



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 92 可比公司一致预期对应 PE

公司	股价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
仙鹤股份	30.79	1.44	1.14	1.69	2.14	28.34	27.04	18.24	14.40
五洲特纸	18.40	0.98	0.95	1.54	2.00	23.59	19.47	11.93	9.22
华旺科技	26.61	1.56	1.41	1.73	2.02	11.48	18.91	15.40	13.19
冠豪高新	3.92	0.08	0.20	0.26	0.30	64.96	19.39	15.22	12.91
中顺洁柔	12.48	0.44	0.31	0.45	0.57	37.74	39.94	27.93	22.01
太阳纸业	11.22	1.10	1.07	1.20	1.34	10.44	10.46	9.33	8.38
博汇纸业	8.39	1.28	0.71	0.96	1.13	8.10	11.86	8.78	7.45

资料来源: wind, 华安证券研究所, 股价为 2022/12/12 收盘价

风险提示:

原材料价格大幅上涨风险, 市场竞争加剧, 产能投放不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6451	7276	8632	9755	营业收入	6017	7597	10414	11688
现金	794	357	574	806	营业成本	4815	6670	8764	9763
应收账款	1217	1606	2236	2082	营业税金及附加	37	38	62	70
其他应收款	15	27	30	34	销售费用	22	23	35	41
预付账款	63	113	137	157	管理费用	114	110	167	210
存货	1925	2432	2568	3393	财务费用	20	32	13	12
其他流动资产	2436	2741	3087	3282	资产减值损失	-17	-10	-5	0
非流动资产	4598	4991	5339	5651	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	831	964	1109	1249	投资净收益	287	175	219	234
固定资产	2532	2741	2878	2987	营业利润	1157	878	1422	1650
无形资产	516	536	554	573	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	718	750	799	841	营业外支出	12	2	2	2
资产总计	11049	12267	13972	15406	利润总额	1148	878	1422	1649
流动负债	2462	3051	3438	3419	所得税	129	114	195	226
短期借款	690	550	420	287	净利润	1019	763	1227	1423
应付账款	764	939	1306	1192	少数股东损益	2	2	7	9
其他流动负债	1007	1562	1712	1939	归属母公司净利润	1017	761	1220	1415
非流动负债	2140	2253	2343	2373	EBITDA	1228	1116	1666	1886
长期借款	0	90	130	160	EPS (元)	1.44	1.08	1.73	2.00
其他非流动负债	2140	2163	2213	2213					
负债合计	4602	5304	5781	5792					
少数股东权益	28	30	37	46					
股本	706	706	706	706					
资本公积	3064	3064	3064	3064					
留存收益	2649	3163	4383	5798					
归属母公司股东权	6419	6933	8153	9568					
负债和股东权益	11049	12267	13972	15406					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	447	488	814	878	成长能力				
净利润	1019	763	1227	1423	营业收入	24.2%	26.3%	37.1%	12.2%
折旧摊销	331	381	419	458	营业利润	38.7%	-24.1%	62.0%	16.0%
财务费用	19	62	10	7	归属于母公司净利	41.8%	-25.1%	60.2%	16.0%
投资损失	-287	-175	-219	-234	获利能力				
营运资金变动	-663	-543	-641	-777	毛利率(%)	20.0%	12.2%	15.8%	16.5%
其他经营现金流	1709	1306	1887	2201	净利率(%)	16.9%	10.0%	11.7%	12.1%
投资活动现金流	-1938	-589	-549	-536	ROE(%)	15.8%	11.0%	15.0%	14.8%
资本支出	-660	-631	-623	-629	ROIC(%)	8.9%	6.8%	10.2%	10.3%
长期投资	0	-133	-144	-141	偿债能力				
其他投资现金流	-1279	175	219	234	资产负债率(%)	41.6%	43.2%	41.4%	37.6%
筹资活动现金流	1699	-336	-49	-110	净负债比率(%)	71.4%	76.2%	70.6%	60.2%
短期借款	-107	-140	-129	-133	流动比率	2.62	2.39	2.51	2.85
长期借款	0	90	40	30	速动比率	1.75	1.49	1.67	1.75
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.63	0.65	0.79	0.80
其他筹资现金流	1806	-286	40	-7	应收账款周转率	5.44	5.38	5.40	5.40
现金净增加额	206	-437	216	232	应付账款周转率	7.76	7.83	7.81	7.82

每股指标(元)					估值比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	28.34	28.56	17.82	15.36
每股收益	1.44	1.08	1.73	2.00	P/B	4.49	3.14	2.67	2.27
每股经营现金流薄)	0.63	0.69	1.15	1.24	EV/EBITDA	24.82	21.35	14.14	12.31
每股净资产	9.09	9.82	11.55	13.55					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。